

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT
EN FRANCE

(PRINCIPALEMENT DEPUIS 1870)

LEURS CAUSES ET LEURS CONSÉQUENCES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le jeudi 11 juin 1908, à 2 heures 1/2

PAR

André JOYER

LAURÉAT DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. TRUCHY.

Suffragants : { MM. DESCHAMPS, } professeurs.
 { GIDE, }

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1908

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT
EN FRANCE

(PRINCIPALEMENT DEPUIS 1870)

LEURS CAUSES ET LEURS CONSÉQUENCES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le jeudi 11 juin 1908, à 2 h. 1/2

PAR

André JOYER

LAURÉAT DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. TRUCHY

Suffragants : { MM. DESCHAMPS, } professeurs.
 { GIDE, }

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1908





Digitized by the Internet Archive
in 2026

LES
VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT
EN FRANCE
(Principalement depuis 1870)

LEURS CAUSES ET LEURS CONSÉQUENCES

INTRODUCTION

Il est presque superflu de rappeler quelle est en économie politique l'importance du problème de l'intérêt.

La discussion de l'impôt sur le revenu, la détermination des parts respectives du capital et du travail dans le procès de la production et les revendications ouvrières qui s'y rattachent mettent en pleine lumière la question de savoir si la puissance du capital décroît à mesure que l'époque de sa création s'éloigne et que le souvenir de son origine s'affaiblit.

Dans l'étude de cette question — que nous nous proposons — nous avons suivi la méthode expérimentale, la seule qui convienne pour l'observation des phénomènes économiques et sociaux.

Limitant nos recherches à la France, nous préciserons,

dans la première partie de notre travail, quelles ont été les variations du loyer des capitaux, principalement depuis 1870 ; et si nous restreignons ainsi notre sujet, c'est parce que cette époque est le point de départ d'une baisse importante du taux de l'intérêt ; c'est aussi parce que, en remontant à une époque trop éloignée, il nous serait impossible de trouver sur bien des points des renseignements statistiques certains. — Nous caractériserons, dans une deuxième partie, les causes principales de ces variations et nous nous appliquerons à dégager et à mettre en relief les facteurs de mouvement qui paraissent devoir produire leurs effets dans l'avenir. — Abordant enfin le côté social de la question, nous indiquerons quelles sont, à notre avis, les conséquences les plus importantes des variations que l'examen des faits nous aura permis de constater, et dont la recherche des causes nous aura mieux fait saisir la nature.

Si modeste que soit cette étude, nous n'aurions pu la mener à bonne fin sans les conseils bienveillants de l'éminent professeur qui a bien voulu accepter de la diriger, et que nous remercions ici, non pour satisfaire à une coutume traditionnelle, mais pour obéir à un sentiment de vive et sincère reconnaissance ; — nous voudrions aussi témoigner de notre profonde gratitude à M. R.-G. Lévy, dont l'obligeance et les leçons suivies à l'Ecole des Sciences Politiques nous ont été d'un précieux secours.

PREMIÈRE PARTIE

DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT EN FRANCE (PRINCIPALEMENT DEPUIS 1870)

Même sans comprendre dans ses recherches le domaine public, c'est une opération complexe que d'établir sur des données forcément approximatives la fortune matérielle de la France. Un publiciste, Sciama, l'évaluait à 600 milliards ; Elisée Reclus (1) descend à 500 milliards. Appliquant la formule qui consiste à multiplier l'annuité successorale par la survie moyenne des héritiers (32 ans) pour arriver au montant total des patrimoines individuels, M. de Foville a été conduit à adopter le chiffre de 215 à 220 milliards.

Pour M. Paul Leroy-Beaulieu (2), le mode de calcul adopté par l'Enregistrement étant exagéré de 25 0/0 pour les biens ruraux et de 20 0/0 pour les immeubles urbains, à raison de ses déductions insuffisantes pour l'entretien, les non-valeurs, les assurances, etc..., la richesse totale de la France ne dépasserait pas 200 milliards. Sur le chiffre de 220 milliards donné par M. de Foville, 70 milliards représenteraient la valeur actuelle des fonds de terre, 60 milliards celle des propriétés bâties ; la fortune

(1) *Géographie universelle*, 2^e vol., p. 885.

(2) *Economiste français*, n^o 40, de 1900, p. 459.

mobilière, en y ajoutant le numéraire, atteindrait 90 milliards (1).

Ce sont les variations du revenu de ces différentes formes de capitaux que nous nous proposons d'examiner.

Dans un premier chapitre, nous évaluerons le rendement des placements immobiliers, tant en propriété bâtie qu'en propriété non bâtie.

Dans un deuxième chapitre, nous essaierons de préciser les fluctuations du taux de l'intérêt des valeurs mobilières.

Enfin, dans un troisième chapitre, nous passerons en revue différentes formes de capitaux, mobiliers sans doute, mais que la nature de leur emploi a fait désigner sous le nom de capitaux flottants : capitaux employés à l'escompte, en reports, en avances sur titres, en achat de bons du Trésor.

(1) De Foville, *Cours à l'Ecole des Sciences Politiques*.

CHAPITRE PREMIER

INTÉRÊT DES CAPITAUX IMMOBILIERS.

Dans l'estimation du revenu des capitaux immobiliers, nous distinguerons la propriété non bâtie de la propriété bâtie ; leur nature est différente, leur régime fiscal et les sources statistiques qui les concernent distincts, les causes de variation du taux de l'intérêt ne sont pas les mêmes selon qu'il s'agit de l'une ou de l'autre.

SECTION I. — Propriété non bâtie.

Voici la situation de la propriété non bâtie, telle qu'elle résulte des enquêtes officielles et des chiffres que nous avons relevés (1) :

(1) Le ministère des finances a fait procéder, à plusieurs reprises, à des enquêtes se rattachant à la péréquation de l'impôt foncier : celle de 1851 fit découvrir des anomalies telles dans la répartition qu'on ne voulut pas en publier les résultats ; une nouvelle enquête, de 1879 à 1881, servit de base à la réforme de la loi du 8 août 1890 qui transforme l'impôt foncier des propriétés bâties en impôt de quotité ; l'article 3 de la loi de finances de 1908 a ordonné une évaluation du revenu net des propriétés non bâties pour servir de base à la réforme projetée de notre système d'impôts directs.

ANNÉES	Valeur vé- nale des terres	Prix moyen de l'hectare	Revenu net imposable	Revenu pour 100 fr. de valeur vénaie
	milliards de fr.	francs.	millions de fr.	
Enquête de 1850.....	64 (1)	1.275	1905.6	2,97 0/0
Enquête de 1874....	100	2.000	2750	2,75 0/0
Enquête de 1879-81..	91 (1)	1.830	2645	2,90 0/0
Enquête de 1884....	89	1.785	2581.6	2,90 0/0
Enquête de 1891 ...	83	1.660	2500	3 0/0
Enquête de 1899-1900	75 (2)	1.500	2400	3,20 0/0

L'examen de ce tableau permet de dégager trois observations :

1° La valeur en capital des terres a augmenté de 36 milliards de 1850 à 1874, mais elle a diminué de 1874 à 1900 de 25 milliards ; cette baisse accentuée est le résultat de la crise agricole, si l'on peut encore ainsi appeler un état de choses qui remonte à plus de trente ans.

Le prix moyen de l'hectare décroît naturellement parallèlement à la diminution de la valeur en capital. En 1875, le prix moyen de l'hectare de terre était estimé à 2.000 francs, il est tombé aujourd'hui à 1.500 francs. On objecte qu'à la veille de la Révolution, l'hectare se payait 500 livres et que, puisqu'il vaut actuellement 1.500 francs sa valeur est encore triplée ; mais ce raisonnement ne tient pas compte de ce que le franc d'aujourd'hui n'est pas l'équivalent commercial de la livre d'autrefois et qu'à raison de ce seul affaiblissement du pouvoir monétaire on peut hardiment évaluer à 100 0/0 la hausse des biens-fonds depuis le 18^e siècle. En outre, la plus-value du prix

(1) Congrès international de la propriété foncière, Paris, 11-12-13 juin 1900.

(2) Chiffre donné par M. de Foville.

de la terre, lorsqu'elle existe, n'est le plus souvent que la restitution des subventions que le sol a reçues (1).

2° Le revenu net imposable total a augmenté de 1850 à 1874 de 850 millions pour décroître de 350 millions de 1874 à 1900.

L'ensemble de tableaux publiés dans le Bulletin de statistique de novembre 1902 témoigne de ce déclin considérable depuis 30 ans, dont les causes principales semblent être : la diminution du prix des denrées résultant de l'accroissement de la production tant en France que dans les pays neufs, l'état stationnaire de la population, les plus grandes exigences de la main-d'œuvre et des fermiers. La crise agricole, a dit M. Risler, est surtout une crise de fermage, une crise de rente. Celui qu'elle atteint est le capitaliste foncier qui vit sur sa terre et en touche la rente, de même qu'on encaisse les arrérages d'un titre mobilier ; celui-là voit son revenu baisser dans une forte proportion.

3° Mais cette décroissance du revenu net imposable total, parallèle à celle de la valeur vénale, est moins rapide, puisque le revenu net imposable pour 100 francs de capital a passé, durant la période 1874-1900, de 2,75 à 3,20 0/0.

Dans son cours de 1905 à l'Ecole des Sciences Politiques, M. Zolla a exposé qu'en 1789 le produit brut agricole était de 2.700 millions et net de 1.380 millions ; le propriétaire touchait donc 50 0/0. En 1850, le produit brut s'élevait à 5 milliards et net à 1.900 millions ; le

(1) M. Paul Leroy-Beaulieu estime que le chiffre de 500 millions donné comme représentant la moyenne des capitaux qui s'incorporent annuellement à la terre est vraisemblablement au-dessous de la réalité.

bénéfice du propriétaire n'était plus que de 38 0/0. En 1900, le produit brut était de 10 milliards et net de 2.400 millions ; le propriétaire voit ainsi sa part réduite à 24 0/0 ; il est plus riche d'une façon absolue, mais moins riche relativement. A mesure que la richesse de la culture augmente, la part du propriétaire diminue ; le fermier demande une part de plus en plus considérable du revenu brut de la terre.

Ajoutons que l'administration des biens ruraux comporte moins d'aléas que celle des bâtiments d'où une rémunération différente de ces deux sortes de capitaux. Les terres rapportent en général un intérêt très faible : 2,75 0/0 en 1874 ; 3.20 0/0 en 1900 ; c'est entre 4 et 4 1/2 0/0 que varie le rendement de la propriété bâtie dont nous allons maintenant aborder l'étude (1).

(1) Deux conclusions contradictoires se dégagent, au point de vue de la taxation des revenus fonciers, de l'examen que nous avons fait de la situation en capital et en revenu de la propriété foncière non bâtie, et, à notre avis, elles se neutralisent. De l'accroissement du revenu imposable pour 100 francs de valeur vénale, on pourrait conclure à une augmentation possible du taux de l'impôt, puisque ce revenu indique, au point de vue statique, la situation exacte d'un contribuable. De la diminution de la valeur en capital, on pourrait déduire l'inopportunité, le danger même de cette mesure, puisque, en se plaçant au point de vue dynamique, la fortune d'un contribuable se trouve amoindrie. Bien que cette dernière considération ne soit qu'accessoire dans un système d'impôts qui vise à atteindre les revenus, elle doit néanmoins intervenir. Si donc nous considérons que la décroissance du capital a été rapide et le relèvement du revenu léger, ne devons-nous pas conclure que la propriété foncière non bâtie a donné un rendement fiscal proportionné à ses forces contributives, ou que, dans tous les cas, une surtaxation, si elle était rendue inévitable par des nécessités budgétaires, devrait être prudente et minime ?

SECTION II. — **Propriété bâtie.**

Bien que la propriété foncière bâtie contienne une part de travail plus grande et plus manifeste que les terres, elle n'en est pas moins attaquée que la propriété foncière non bâtie, ses revenus, « la servitude du loyer », s'accroissant sans cesse, prétend-on, aux dépens des locataires, c'est-à-dire de la majorité de la population, sans autre charge du propriétaire que l'entretien.

La situation des propriétaires d'immeubles est-elle donc si favorable, et les capitaux employés dans des constructions ont-ils vu leur rendement progresser constamment depuis un demi-siècle ?

Il est vrai que, lorsque l'on construit une maison neuve à la place d'une vieille, les loyers sont plus élevés que dans l'immeuble démoli ou dans la plupart de ceux du même quartier ; mais cette augmentation, abstraction faite de tout supplément de capital incorporé, est-elle un bénéfice net pour le propriétaire ou représente-t-elle simplement le prix d'une habitation plus confortable ? Il est certain que, dans la plupart des cas, cette hausse des loyers correspond à une amélioration du logement, surtout au point de vue de l'hygiène.

Dans les ventes à l'amiable ou aux enchères publiques d'immeubles de construction récente, l'acheteur obtient de son argent environ 4 à 4 1/2 0/0 net, si même il trouve acquéreur à ce prix ; et tout le monde sait qu'on calculait autrefois le revenu d'un immeuble, à Paris, en diminuant le revenu brut d'un cinquième et qu'aujourd'hui c'est d'un tiers pour les maisons luxueuses, qu'il faut le diminuer pour avoir le revenu complètement net (1).

(1) *Economiste français*, 1907, 1^{er} semestre, p. 725.

Loin d'avoir augmenté, le taux moyen de placement des capitaux immobiliers a, d'une façon générale, diminué depuis une trentaine d'années.

Tandis qu'il était, à Paris, de 7 1/4 0/0 brut (5.40 net) vers 1875, il s'est abaissé successivement à 7 0/0 (5.25 net) environ en 1880, à 6 0/0 (4 1/2 net) vers 1885, et même à 5.40 0/0 (4.05 net) vers 1897. Il a, depuis quelques années, une tendance à se relever légèrement, comme l'intérêt de tous les capitaux, et se tient actuellement à 5.70 0/0 environ (4.25 0/0 net) (1).

Il est donc erroné de prétendre que le rendement de la propriété bâtie a augmenté depuis un certain nombre d'années, et les déboires de la généralité des sociétés immobilières suffiraient à le prouver. La vérité est qu'avec le luxe et le confortable modernes il a sensiblement diminué (2).

La crise immobilière, dit M. Berteaux (3), n'est malheureusement pas contestable et le tableau suivant démontre que le produit des droits sur les ventes et échanges d'immeubles, en 1901 et en 1902, est inférieur aux recettes de chacune des dix années antérieures :

1881	191.896.000	1892	140.333.000
1890	147.519.000	1893	137.265.000
1891	147.150.000	1894	142.919.000

(1) Les chiffres bruts sont calculés en faisant la moyenne des taux de placement (frais compris) obtenus dans les adjudications et ventes amiables de constructions à Paris et dans le département de la Seine (tribunal civil et chambre des notaires). Pour obtenir le taux net, nous avons appliqué au taux brut la déduction de 25 0/0 fixée par la loi pour l'impôt foncier bâti (maisons).

(2) Depuis 1901, des taxes municipales de remplacement ont frappé le revenu brut d'un impôt de 3.70 0/0 et le revenu net de 5 0/0 environ.

(3) Rapport général sur le budget de 1903, p. 71.

1895	139.325.000	1901	131.253.000
1896	135.251.000	1902	132.035.000
1897	141.084.000	1903	141.972.000
1898	142.547.000	1904	133.502.000
1899	138.331.500	1905	142.437.000
1900	135.855.000	1906	141.086.500

Le déclin, dû à un ralentissement des transactions causé lui-même par un avilissement des prix, est considérable puisqu'il représente 15 millions ou plus de 10 0/0 de 1890 à 1902 ; mais il faut remonter plus haut pour avoir le point de départ et l'intensité du fléchissement : la moyenne annuelle du rendement pour la période de 1878 à 1883 avait été, en effet, de 171.057.000 francs, c'est-à-dire que la chute a été de 39 millions ou de 23 0/0. En 1881, les recettes avaient même atteint 191.896.000 francs, c'est-à-dire qu'en 20 ans elles ont baissé de 31 0/0. Nous avons cru devoir laisser en dehors de nos comparaisons, comme anormal, le produit des années 1903 et suivantes, des mesures fiscales nouvelles ayant été prises au cours de ces années, à savoir la loi du 31 mars 1903 qui augmente les droits applicables aux ventes de biens domaniaux, et celle du 22 avril 1905 qui élève de 5.50 0/0 (en principal) à 7 0/0 (sans décimes) le droit d'enregistrement des ventes d'immeubles (1). Peut-être aussi la dissolution des congrégations a-t-elle amené un plus grand nombre de ventes immobilières.

Les chiffres donnés par les enquêtes se rattachant à la

(1) On remarquera d'ailleurs qu'en 1903, année pendant laquelle la loi du 31 mars 1903 ne fonctionna que 9 mois, le rendement de l'impôt fut de près de 142 millions. En 1906, année pendant laquelle les lois de 1903 et de 1905 s'appliquèrent constamment, l'impôt ne produisit que 141 millions. La crise signalée par M. Berteaux sévit donc toujours.

péréquation de l'impôt foncier corroborent les constatations que nous avons faites quant au taux moyen du placement des capitaux immobiliers que nous considérons :

ANNÉES	Nombre des propriétés bâties	Valeurs locatives		Revenus imposables		Valeurs vénales
		millions de francs	Taux cor- respondant	millions de francs	Taux cor- respondant	
1851-53 (enquête).	7.578.000	1.000	5 0/0	738	3,70 0/0	20
1887-89 (enquête).	9.051.542	2.810	5,70 0/0	2.090	4,24 0/0	49.3
1899-00 (enquête).	9.303.000	3.120	5,46 0/0	2.344	4,10 0/0	57.1
1907 (1).....	9.440.000	3.335	5,56 0/0	2.500	4,16 0/0	60 envir.

Le taux de placement était donc de 3,70 0/0 net environ vers 1850. Les enquêtes officielles ne nous donnent pas de chiffres pour la période 1870-1875, où nous avons évalué à 5,40 0/0 le revenu des capitaux urbains. Ce dernier tombe à 4,24 0/0 en 1887-1889, à 4,10 0/0 en 1900, pour remonter à 4,20 dans ces dernières années.

Ce taux de 4,20 0/0 n'est évidemment qu'un chiffre moyen, et des immeubles neufs, bien situés, produisent souvent moins de 3 1/2 0/0. A ce sujet, nous croyons intéressant de reproduire quelques passages d'un compte d'immeubles tenu avec une extrême précision, celui de la « Caisse des retraites des agents et ouvriers commissionnés des chemins de fer de l'Etat » pour 1905. Cette société possède à Paris neuf immeubles, très bien situés, d'une valeur de 7.615.582 fr. 64. Les loyers et autres re-

(1) La loi du 8 août 1890 a posé le principe de la fixité décennale des évaluations des propriétés bâties. La dernière enquête a été faite en 1899-1900. Le chiffre de 1907 ne résulte donc pas d'une évaluation directe, il est obtenu en tenant compte des constructions et démolitions de propriétés bâties depuis 1900.

cettes de ces neuf maisons, pour 1905, se sont élevés	
à.	415.785 fr. 15
et les frais de l'année à	179.334 fr. 29
le revenu net ressortait donc à.	<u>236.450 fr. 86</u>

ne représentant qu'un rendement de 3 fr. 105 0/0.

Dans un autre compartiment du compte, on lit que « pour l'ensemble des valeurs de Bourse composant le portefeuille au 31 décembre 1905, le rendement moyen ressort à 3 fr. 198 0/0. » Ainsi donc, pour cette société, le revenu immobilier a été inférieur au revenu mobilier.

C'est un fait assurément exceptionnel ; le revenu des capitaux immobiliers étant d'environ 4 1/4 0/0, tandis que celui des capitaux mobiliers, que nous allons étudier, est de 3 1/4 à 4 0/0.

CHAPITRE II

INTÉRÊT DES CAPITAUX MOBILIERS.

Dans notre annuité successorale, les biens meubles entraient :

en 1830 pour	40 0/0.
1860 —	43
1880 —	47
1899 —	55
1905 —	60 0/0 (1).

Mais de ce que la proportion des biens mobiliers qui apparaissent dans les mutations par décès dépasse celle des biens immobiliers, il serait erroné de conclure que la fortune mobilière en France est, comme en Angleterre, supérieure à la fortune foncière. Il faut tenir compte qu'une grande partie des valeurs mobilières ne sont que des titres représentatifs d'immeubles, telles que les obligations du Crédit Foncier, les créances hypothécaires, les actions de mines, de métallurgie, de sociétés immobilières diverses (2). La propriété foncière tend à se rapprocher de plus en plus de la propriété des choses mobilières jusqu'à se confondre avec elle, et, pour que l'assi-

(1) *Economiste français*, n° 24, 1904, p. 848.

(2) Ainsi, tandis que la fortune d'un pays s'inscrivait autrefois presque tout entière sur ses livres fonciers, elle apparaît aujourd'hui, en très grande partie, à la cote des marchés officiels ou des marchés en banque.

milation soit complète, il ne reste guère qu'une étape à franchir : la mobilisation de la terre, c'est-à-dire la possibilité d'en disposer avec la même facilité que d'un objet quelconque (1).

Quoi qu'il en soit, la progression du nombre des valeurs mobilières est un des phénomènes économiques les plus remarquables de la deuxième moitié du siècle dernier. La cote de la Bourse de Paris, qui ne comprenait qu'une dizaine de valeurs en 1789, 39 en 1830, 510 en 1875, en comptait 1.155 en 1906 ; si on y ajoutait les valeurs négociées dans les bourses de province et sur le marché libre, on atteindrait probablement le chiffre de 3.000 (2).

En même temps qu'elles augmentaient en nombre, les valeurs mobilières se morcelaient. Ainsi, les titres de rente française perpétuelle, qui n'existaient au début du XIX^e siècle qu'en coupures nominatives de 50 francs au moins, peuvent être acquises aujourd'hui en coupures nominatives de 3 francs et en coupures au porteur de

(1) Ce dernier pas a été franchi en Australie par le système Torrens. Des tentatives ont eu lieu pour introduire ce système en Europe, il est probable qu'elles finiront par triompher. Le 9 juillet 1906 (*Doc. parlem.*, annexe 226, p. 773), il a été déposé à la Chambre des députés un projet de loi portant création, sous le contrôle et la garantie de l'Etat, d'un billet hypothécaire au porteur, produisant 2 0/0 d'intérêt et permettant de mobiliser le tiers de la valeur des immeubles. A cet effet, il serait créé au ministère des finances une « Banque centrale des immeubles mobilisés ». Le propriétaire qui mobilise paierait un intérêt annuel de 3 1/2 0/0 sur lesquels l'Etat garderait 1/2 0/0 comme intermédiaire responsable. On reproche à la proposition d'être une application du socialisme d'Etat.

(2) Le montant des valeurs négociables sur le marché européen est estimé à 732 milliards (Neymarck, *Le Rentier*, 17 septembre 1907, 27 mars 1908).

2 francs (1) ; quant au 3 0/0 amortissable, la plus faible coupure est de 15 francs, et le montant d'une inscription doit être un multiple de ce minimum (2). Le morcellement ne pouvait être poussé plus loin ; aussi la rente est-elle la valeur qui est disséminée dans le plus grand nombre de mains, et dont les cours ont le plus d'influence sur la cote de toutes les valeurs de Bourse. D'après le compte général des finances, il existait, au 31 décembre 1905 : 4.330.000 inscriptions de rentes perpétuelles sur l'Etat, réparties entre 2.075.000 porteurs (3). Le bulletin de statistique et de législation comparée, qui rappelle ces chiffres, ne donne pas de renseignements analogues sur la rente 3 0/0 amortissable, qui n'a d'ailleurs que le sixième de l'importance de la rente perpétuelle (4).

En y comprenant les rentes françaises et les obligations du Trésor, le capital nominal des titres inscrits à la cote officielle et circulant au 31 décembre 1906 était de :

Valeurs françaises	59.847.111.690	francs
Valeurs étrangères	73.594.572.700	»
Total	133.441.684.390	» (5)

(1) Les titres de rente au porteur n'existent que depuis 1831.

(2) Le 3 0/0 amortissable date de 1878 et sera complètement amorti en 1953.

(3) D'après M. Leroy-Beaulieu, il y avait, en 1869, 5 à 600.000 porteurs de rentes. Le chiffre de 2.075.000 pour 1905 a été donné par M. Mougeot dans son rapport sur le budget de 1907.

(4) Elle est classée, en grande partie, dans les portefeuilles de la Caisse des dépôts et consignations, de la Caisse d'épargne, des Compagnies d'assurances et des banques.

(5) Pendant le premier semestre de 1907, il a été admis à la cote officielle pour 367 millions de valeurs françaises en capital nominal et radié pour 34 millions. Il a été admis pour 886 millions de valeurs étrangères et radié pour 36.000 francs.

La valeur en capital de ces titres au cours du 31 décembre 1906 était de :

Valeurs françaises.	64.678.632.500 francs (1)
Valeurs étrangères.	67.772.815.970 » (2)
Total.	132.451.448.470 »

Quant à la valeur des titres négociables sur notre marché en banque, elle était, au 31 décembre 1902, de 15.147 millions (3).

Si on ajoute ce dernier chiffre aux 133 milliards du marché officiel, on obtient un total de 148 milliards, auquel il faut ajouter le montant des valeurs négociables aux bourses départementales dont le total dépasse 3 milliards ; cependant, parmi ces dernières, sont comprises des valeurs déjà cotées à Paris et qui font, par suite, double emploi.

Sur ces 148 milliards de valeurs admises aux Bourses françaises, combien sont la propriété de capitalistes français ? 64 à 65 milliards en titres français, 30 à 35 en titres étrangers, dit M. Neymarck, non compris 5 milliards de placements étrangers qui n'apparaissent pas sur nos marchés et ne sont connus qu'au moment d'une

(1) Sur les 64.678 millions de valeurs françaises, il y avait 25,6 milliards de rentes françaises, obligations du Trésor, colonies et protectorats ; 18,3 milliards de valeurs des grandes Compagnies de chemins de fer ; 4,9 milliards de valeurs de canaux, gaz, électricité-eaux, assurances, transports ; 4,4 milliards de titres du Crédit Foncier ; 3,1 milliards d'actions de banques et sociétés de crédit ; 2,9 de forges, fonderies, houillères, mines, produits chimiques.

(2) Sur les 67.772 millions de valeurs étrangères, il y avait 57,3 milliards de fonds d'Etats (dont 10 milliards de fonds russes) ; 5,9 milliards de valeurs de chemins de fer ; 2,5 milliards de valeurs d'assurances et de banques.

(3) Dont 4.558 millions de fonds d'Etats, villes, départements ; 4.537 millions de mines d'or et sociétés d'exploration.

donation ou d'une succession (1) ; la France possédait donc en propre, au 31 décembre 1906, 95 à 100 milliards de valeurs françaises et étrangères (2).

A quelles causes attribuer ce développement rapide des valeurs mobilières ? Les biens ruraux n'offrent plus grande chance d'accroissement du revenu ou de la valeur en capital ; les biens urbains leur succédèrent dans la faveur des capitalistes ; puis, on s'aperçut que la propriété bâtie elle même donnait des soucis, était sujette à dépréciation et qu'une richesse beaucoup plus facilement négociable, et aussi sûre quand on y apporte de la prudence, surgissait, à savoir les valeurs mobilières. Aujourd'hui, les placements en titres mobiliers sont connus et aisés. Les grands établissements de crédit, en ouvrant des succursales et agences, ont facilité les souscriptions d'emprunts, et il est plus commode de confier ses capitaux, par leur intermédiaire, à un Etat ou à de grandes sociétés qu'à un commerçant ou à un industriel. Ces raisons ne suffiraient cependant pas à expliquer l'énorme développement des valeurs mobilières si elles n'avaient coïncidé avec des circonstances économiques et financières de nature à en accentuer l'effet.

Le Français est économe ; le montant des dépôts dans les caisses d'épargne et les banques en est la preuve. On peut évaluer ses économies annuelles entre 1.500 millions

(1) *Le Rentier* du 7 novembre 1907, p. 431, et du 27 avril 1908, p. 153.

(2) M. Neymarck classe de la façon suivante les principaux pays, d'après la quantité de valeurs mobilières appartenant en propre à chacun d'eux au début de 1907 : Grande-Bretagne, 125 à 130 milliards ; Etats-Unis, 110 à 115 ; France, 95 à 100 ; Allemagne, 60 à 75 ; Russie, 20 à 25 ; Autriche-Hongrie, 20 à 22 ; Italie, 10 à 12 (*Le Rentier*, 17 septembre 1907, p. 362 et 27 mars 1908, p. 109).

et 2 milliards ; il faut y ajouter les sommes provenant des tirages d'amortissement d'emprunts des villes, du Crédit Foncier, des Compagnies et sociétés diverses, qui doivent bien former 300 millions ; les actions et obligations des Compagnies de chemins de fer atteignent dès maintenant à elles seules 162 millions par an, comme le montre le tableau ci-dessous, et continueront à progresser de plus en plus rapidement au fur et à mesure que nous nous rapprocherons de l'expiration des concessions, puisque à cette époque tous les titres devront être remboursés :

*Obligations remboursées pendant
les 12 dernières années (1).*

	Nombres	Sommes
1896.	211,073	108,916,525
1897.	222,099	110,525,125
1898.	230,099	118,983,900
1899.	238,613	123,790,000
1900.	251,859	127,299,400
1901.	261,740	132,617,375
1902.	277,374	139,035,200
1903.	287,316	147,509,375
1904.	299,597	153,850,950
1905.	308,385	158,521,900
1906.	313,252	156,587,000
1907.	324,331	162,191,825

Si l'on ajoute aux 162 millions remboursés en 1907, le montant des remboursements d'actions, environ 7 millions en exceptant le Lyon dont la période d'amortissement a commencé seulement en 1907 (2), le total des

(1) *Le Rentier*, 27 janvier 1908, p. 25.

(2) Le 19 septembre 1907.

remboursements effectués sur les titres des grandes Compagnies de chemins de fer sortis aux tirages s'élève à environ 169 millions pour 1907. Les réserves des grandes sociétés et Compagnies existantes viennent encore grossir les éléments qui précèdent et il est permis d'admettre après cette énumération que 1 milliard 1/2 au minimum cherche tous les ans à se placer en valeurs mobilières.

M. A. Neymarck évaluait déjà, il y a environ 15 ans, à 30 ou 35 milliards les négociations faites annuellement par les agents de change, mais comme elles sont comptées à la fois en achat et en vente, il faut diviser les chiffres par 2 pour avoir le trafic réel, qui s'élevait ainsi à 15 ou 18 milliards. M. de Foville estime qu'en y ajoutant les transactions opérées en dehors du parquet, le montant annuel des négociations représente le tiers des valeurs de bourse existantes. Il est vrai que les négociations de bourse sont en partie fictives, ne se liquidant pas par des livraisons réelles de titres ; mais, dans ses résultats généraux et durables, l'influence de ces opérations sur les cours est la même que s'il y avait transport effectif de valeurs. On peut donc conclure de ces constatations sur la somme colossale des valeurs de bourse, sur les économies annuelles du pays et sur la multiplicité des transactions dont elles sont l'objet, que leur cours moyen donne le plus sûrement la mesure des variations du taux de l'intérêt.

Pour l'étude de ces variations en tant que phénomène général, il convient de prendre comme bases les valeurs à revenu fixe présentant le maximum de sécurité, à l'exclusion des valeurs à lots, qui représentaient cependant au 1^{er} janvier 1905 plus de 6 milliards, mais dont les

cours sont majorés par l'appât des lots ; à l'égard des titres amortissables, il est nécessaire de tenir compte de la prime de remboursement ; enfin il y a lieu de prendre pour chaque valeur des moyennes, annuelles par exemple, puis des moyennes générales des taux de capitalisation ainsi obtenus, afin d'affranchir encore davantage des influences passagères le résultat final.

Rente française. — Examinons d'abord les fluctuations de la rente française. « La rente, comme le dit M. Rouvier, est le régulateur de toutes choses. Quand elle arrive à ne plus rapporter que 3 0/0, le taux du loyer de l'argent est par là même dominé, réglé. » Les fonds d'Etat, surtout en France, sont le baromètre de la Bourse et le régulateur du taux de l'intérêt. En étudiant leurs variations depuis une cinquantaine d'années, nous aurons déjà une idée des variations du loyer de l'argent pendant cette période (1).

Voici les cours et taux moyens de la rente 3 0/0 depuis 1825 (2) :

Périodes	Cours moyen	Taux moyen
1825-1834.	64.05	4.68 0/0
1835-1844.	76.27	3.95
1845-1854.	54.25	5.02
1855-1864.	67.97	4.41
1865-1874.	62.72	4.80
1875-1884.	76.15	3.95
1885-1894.	90.25	3.33
1895-1904.	100.76	2.98
1905	99.42	3.017
1906	97.66	3.07
1907	94.89	3.16

(1) Sous la Restauration, le plus haut cours de la rente 3 0/0 a été de 86 fr. 10 le 5 décembre 1829 ; sous Louis-Philippe de 86 fr. 65, le 22 juillet 1840 ; le 17 novembre 1852, la rente atteint 86 fr. ; le plus haut cours sous la troisième République a été de 105 fr. 25 le 10 août 1897.

(2) Nous ne considérons que la rente perpétuelle, car le 3 0/0

Le taux de capitalisation le plus élevé a donc été de 5.02 0/0 ; entre ce maximum et le taux moyen de 1907, il y a une différence de 1 fr. 86, c'est-à-dire de 37 0/0. Mais il faut remarquer que cette période de 1845-1854 a été troublée par la Révolution de 1848 et par le coup d'Etat de 1852 ; c'est donc une période exceptionnelle. En comparant l'année 1907 à une époque normale, 1855-1864 notamment, on ne constate plus qu'une différence de 1 fr. 25, soit une baisse de 29 0/0 du taux de capitalisation.

L'examen du tableau précédent montre que cette baisse ne s'est pas opérée d'une façon régulière. Les mouvements des cours de la rente ne se font pas d'une façon ininterrompue et toujours dans le même sens ; des éléments perturbateurs entrent en jeu qui élèvent ou abaissent le loyer des capitaux. La ligne absolument droite n'existe pas comme règle des phénomènes sociaux ; chaque pas rapide en avant est suivi d'un temps d'arrêt ou d'un recul, L'examen de la courbe des cours moyens mensuels de la rente française 3 0/0 de 1869 à 1908 en est une preuve. Avant la guerre, les cours se tenaient entre 70 et 75 francs, ce qui représentait un taux de capitalisation de 4. 25 0/0. Dans les premiers mois de 1871, la rente, au cours de 51 francs, rapporte près de 6 0/0. Puis le taux d'intérêt s'abaisse régulièrement pendant une dizaine d'années ; il n'est plus que de 3.50 0/0 en 1881. A la fin de l'année 1883, nous le retrouvons à près de 4 0/0.

amortissable ne donne pas d'indications certaines : en cas de grande hausse au-dessus du pair, l'amortissable sera retenu par l'éventualité de son remboursement à 100 fr. ; en cas de baisse au-dessous du pair, la même raison fera coter l'amortissable plus haut que le perpétuel.

Il s'abaisse à nouveau et atteint son minimum : 2.86 0/0 en 1897. Depuis dix ans, on constate un arrêt marqué de la diminution du taux de l'intérêt ; aux cours de 95 à 100 fr., auxquels la rente semble vouloir se maintenir, le capitaliste retire de ses fonds 3 à 3 1/4 0/0 (1).

Mais de ce qu'il y a des temps d'arrêt ou même de recul dans la marche du phénomène de dépression du taux de l'intérêt, il ne faut pas en conclure que ce phénomène n'existe pas, qu'il n'y a point de loi générale, point de direction.

Obligations de chemins de fer.— Si, après avoir examiné les fonds d'Etat, nous considérons des titres à revenu garanti par l'Etat, comme les valeurs des grandes Compagnies de chemins de fer, nous aurons une base que beaucoup d'auteurs considèrent comme supérieure à celle que fournit l'examen des cours de la rente. Dans un pays à finances prospères comme la France, la rente jouit, en effet, d'avantages particuliers qui la font rechercher pour d'autres causes que son rendement : le revenu en est exempté d'impôt ; elle a la clientèle obligatoire des mineurs, des interdits, des caisses d'épargne ; la Caisse des dépôts et consignations n'a pas consacré, en 1907, moins

(1) Le mouvement d'arrêt dans la diminution du loyer de l'argent s'est manifesté au moins autant à l'étranger qu'en France. On a vu, au commencement de 1907, le Japon forcé d'emprunter à 5 0/0 tandis qu'il avait pu facilement placer du 4 0/0 en 1905. Sa situation financière n'avait pas empiré ; ce sont les conditions du marché qui avaient changé. En avril de la même année, le gouvernement allemand, plutôt que de procéder à une émission de 3 0/0, s'est décidé à émettre des bons du Trésor 4 0/0 à 99 francs, ce qui, étant donné qu'il s'agissait de bons remboursables en 5 ans avec une petite prime, représentait un rendement de près de 4 1/2 0/0. Le County Council de Londres a offert du 3 1/2 0/0 à 97 francs ; il n'avait jamais emprunté à un taux aussi élevé.

de 199 millions en achats de rente française pour le compte de ces dernières ou pour celui des sociétés de secours mutuels (1).

Il vaut donc mieux à certains égards prendre pour base les obligations des grandes Compagnies de chemins de fer, placement au moins aussi sûr que nos fonds d'Etat, parce que, indépendamment du trafic des Compagnies (surabondant puisqu'il laisse un revenu notable aux actions), elles ont la garantie éventuelle de l'Etat et parce qu'en cas de guerre malheureuse elles auraient moins à souffrir des événements. En outre, elles ont une marge de hausse qui manque à la rente et elles sont éloignées de toute conversion, tandis que la rente 3 0/0 sera convertible à partir de 1911 ; les conversions sont même impossibles, selon la jurisprudence, pour quatre Compagnies, les Compagnies de Lyon et d'Orléans s'étant seules réservé la faculté de rembourser par anticipation.

Nous avons cité plus haut un indice, donné par la rente, d'une direction générale vers la baisse du taux de l'intérêt ; la diminution progressive, depuis 1900, du nombre des obligations du type 2 1/2 0/0 vendues annuellement à leurs guichets par les six grandes Compa-

(1) En 1905, les mêmes achats de la Caisse des dépôts avaient atteint 243 millions.

Dans le solde, au 31 décembre 1905, des fonds déposés à la Caisse des dépôts pour les caisses d'épargne privées figuraient 102.055.065 francs de rentes ayant coûté 2.881 millions. Il faut y ajouter le portefeuille de la Caisse nationale d'épargne qui comprenait au 31 décembre 1905 : 34.362.105 francs de rentes ayant coûté 1.099 millions. Soit, pour les deux caisses, un total de 136 millions de rentes, correspondant à un capital de 4 milliards, et représentant 17 0/0 du crédit de 800 millions inscrit au budget de 1906 pour les arrérages à payer aux porteurs des deux rentes (Doc. parl. Chambre, 1906, annexe, 235, p. 905) (*Journ. off.*, 21 novembre 1906, p. 7735).

gnies, manifeste un temps d'arrêt dans cette tendance (1) :

Années	EST	LYON	MIDI	NORD	ORLÉANS	OUEST	TOTAUX
1895					25.864		25.864
1896		33.162		7.164	24.802		65.128
1897	8.960	33.831	35.387	27.208	49.328	65.502	220.216
1898	27.860	55.835	36.256	21.688	72.679	67.998	282.316
1899	16.220	45.896	75.586	36.700	74.675	81.328	330.405
1900	18.780	40.441	27.380	28.303	159.809	74.987	349.700
1901	20.260	29.621	12.930	19.791	26.786	37.429	146.817
1902	17.520	50.988	10.647	8.577	20.986	11.608	120.326
1903	13.120	18.242	6.219	8.815	18.837	14.314	79.547
1904	14.940	30.725	4.646	6.611	15.193	5.930	78.045
1905	14.900	13.429	1.989	4.389	11.294	5.200	51.201
1906	12.000	1.711	599	1.496	9.121	5.350	30.277
1907	11.000	3.060	5.632	4.410	19.159	11.647	54.908

Les tableaux suivants corroborent cette double constatation (2) :

Années	Intérêt 50 fr. Oblig. 4 0/0 Cours moyen	Intérêt 25 fr. Oblig. 5 0/0 Cours moyen	Intérêt 15 fr. Oblig. 3 0/0 anciennes Cours moyen	Intérêt 15 fr. Oblig. 3 0/0 nouvelles Cours moyen	Intérêt 12 fr. 50 Oblig. 2 1/2 Cours moyen	Taux moyen d'intérêt brut
--------	---	---	--	--	--	---------------------------------

Compagnie de Paris-Orléans.

1859	933,36		291,29			5,30 0/0
1869	1.083,53		334,30			4,58
1879	1.170,06		381,13			4,19
1889	1.228		413,93	413,69		3,89
1899	1.270		463,95	466,05	419,54	3,53
1904	1.254,25		450,15	449,95	405,16	3,61
1905	1.256,78		463,26	464,33	417,04	3,55
1906	1.262,42		450,50	450,45	413,06	3,59
1907	1.249,16		433,08	431,27	390,46	3,69

(1) Neymarck, *Le Rentier*, 17 janvier 1908, p. 13.

(2) Les cours moyens des obligations de chemins de fer sont extraits de l'*Annuaire des agents de change* de 1908.

Années	Intérêt 50 fr. Oblig. 4 0/0 Cours moyen	Intérêt 25 fr. Oblig. 5 0/0 Cours moyen	Intérêt 15 fr. Oblig. 3 0/0 anciennes Cours moyen	Intérêt 15 fr. Oblig. 3 0/0 nouvelles Cours moyen	Intérêt 12 f. 50 Oblig. 2 1/2 0/0 Cours moyen	Taux moyen d'intérêt brut
Compagnie de l'Est.						
1859		475,29	268,60			5,37 0/0
1869		526,29	332,80			4,65
1879		593,22	376,99	375,73		4,08
1889		617,87	402,72	399,85		3,87
1899		664,91	462,18	461,94	422,99	3,35
1904		659,27	451,23	450,90	409,67	3,42
1905		665,31	463,10	463,23	419,32	3,35
1906		659,12	449,83	449,55	422,32	3,40
1907		654,49	434,59	431,23	399,19	3,51
Compagnie du Nord.						
1859			291,18			5,15 0/0
1869			338,03			4,44
1879			384,74			3,89
1889			420,47			3,56
1899			469,87	475,01	422,47	3,11
1904			460,13	461,28	415,71	3,18
1905			469,23	471,26	424,76	3,11
1906			459,77	465,18	420,71	3,16
1907			449,44	454,25	407,81	3,24
Compagnie de Lyon						
1859			289,94			5,17 0/0
1869			331,09	328,56		4,54
1879			378,56	377,48		3,96
1889			411,28	410,32		3,65
1899			463,52	463,05	421,29	3,15
1904			449,67	449,35	405,57	3,26
1905			462,16	462,09	417,20	3,17
1906			450,43	449,42	415,19	3,23
1907			433,37	432,87	398,17	3,36
Compagnie de l'Ouest.						
1859			280,02			5,18 0/0
1869			330,62			4,53
1879			378,50			3,96
1889			411,63	411,60		3,64
1899			462,55	464,14	420,85	3,15
1904			445,19	446,39	402,56	3,28
1905			459,08	460,59	414,84	3,18
1906			443,39	444,79	407,41	3,27
1907			425,67	426,06	388,04	3,42

Compagnie du Midi.

1859		287,11			5,22 0/0
1869		328,61			4,59
1879		376,90			3,98
1889		412,19	413,59		3,63
1899		461,40	463,48	419,72	3,16
1904		445,87	448,29	404,28	3,27
1905		460,15	462,17	416,85	3,17
1906		445,45	448,27	411,41	3,25
1907		428,37	428,87	392,30	3,40

Récapitulation.

NOMS DES COMPAGNIES	Taux d'intérêt moyen brut des obligations en :									
	1859	1869	1879	1889	1899	1904	1905	1906	1907	
Nord.....	5,15	4,44	3,89	3,56	3,11	3,18	3,11	3,16	3,24	
P.-L.-M.....	5,17	4,54	3,96	3,65	3,15	3,26	3,17	3,23	3,36	
Ouest.....	5,18	4,53	3,96	3,64	3,15	3,28	3,18	3,27	3,42	
Midi.....	5,22	4,59	3,98	3,63	3,16	3,27	3,17	3,25	3,40	
Orléans.....	5,30	4,58	4,19	3,89	3,53	3,61	3,55	3,59	3,69	
Est.....	5,37	4,65	4,08	3,87	3,35	3,42	3,35	3,40	3,51	
Taux général moyen.....	5,23	4,55	4,01	3,70	3,24	3,34	3,26	3,32	3,44	

Ainsi, avec des obligations de nos chemins de fer, on a pu obtenir en moyenne, en 1907, un revenu sûr de 3.44 0/0 brut, c'est-à dire de 3.30 net au nominatif, avec une prime appréciable d'amortissement. Cela correspond, comme pour la rente française, à une diminution de 30 0/0 environ du taux de l'intérêt depuis une cinquantaine d'années (1).

(1) D'après le *Journal officiel* du 14 novembre 1906, p. 7595, le rendement moyen de l'ensemble des valeurs de bourse composant, au 31 décembre 1905, le portefeuille (22.781.170 fr.) de la Caisse des retraites des agents et ouvriers commissionnés des chemins de fer de l'Etat, et consistant en rentes sur l'Etat et obligations de nos 6 grandes Compagnies, ressortait brut à 3.198 0/0.

Crédit Foncier. — Les obligations du Crédit Foncier sont considérées, avec la rente française et les obligations des six grandes Compagnies de chemins de fer, comme les valeurs de placement par excellence. A ce titre, nous donnons également le revenu brut moyen des obligations foncières 3 0/0 de 1883, au nominal de 500 francs, seule émission sans lots du Crédit Foncier :

Années	Cours moyen	Revenu brut moyen
1883	347.25	4.31 0/0
1885	364.15	4.12
1890	408	3.67
1895	461.86	3.25
1900	437.17	3.43
1905	451.48	3.32
1906	440.95	3.40
1907	425.98	3.52

On a donc pu, en 1907, tirer de son capital 3,38 0/0 net, au nominatif, non compris une prime d'amortissement de près de 75 francs, alors que la rente ne donnait que 3.16 0/0.

Actions de chemins de fer. — Les actions de nos six grandes Compagnies n'offrent pas tout à fait le même degré de sécurité que les obligations des mêmes Compagnies ou du Crédit Foncier et que la rente, les dispositions des assemblées législatives ayant paru à diverses reprises donner au revenu variable de ces titres plus de chances de réduction que d'augmentation. En outre, elles sont fort au-dessus de leur valeur nominale ; leurs concessions n'ont plus qu'une durée variant de 45 à 55 ans, et elles ne doivent être remboursées à cette époque qu'au pair, sauf l'hypothèse d'ailleurs vraisemblable où leur matériel roulant dépasserait alors leur dette envers l'Etat pour les avances qu'il leur a faites et fait encore à l'une

d'elles. Néanmoins, étant donnés leur fructueux trafic et la garantie d'intérêt, temporaire et limitée il est vrai, dont elles jouissent, un capitaliste peut, sans s'écarter de la prudence, placer une partie de son avoir dans ces excellents titres et en tirer un revenu rémunérateur, comme il ressort du tableau suivant :

Noms DES COMPAGNIES	1859		1869		1879		1889		1899		1904		1905	
	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes
Nord.....	926,15	65,50	1.115,17	67	1.470,15	68	1.753,34	64	2.134,72	74	1.764,40	65	1.815,93	68
P.-L.-M....	854,50	63,50	974,77	60	1.143,09	55	1.346,29	55	1.890,37	58	1.352,76	55	1.389,67	55
Orléans....	1.316,63	97	942,44	56	1.182,03	56	1.362,21	58,50	1.786,35	58,50	1.450,07	59	1.493,43	59
Midi.....	501,81	27	618,25	40	863,59	40	1.193,75	50	1.367,63	50	1.158,35	50	1.209,43	50
Ouest.....	557,80	37,50	590,09	35	772,51	35	948,55	38,50	1.146,88	38,50	880,36	38,50	918,89	38,50
Est.....	645,92	38,70	548,28	33	716	33	789,84	35,50	1.028,82	35,50	906,59	35,50	963,45	35,50
Total.....	4.802,49	329,20	4.789	291	6.147,37	287	7.393,98	301,50	9.354,77	314,50	7.512,53	303	7.790,80	306

Noms DES COMPAGNIES	1906		1907		TAUX D'INTÉRÊT EN								
	Cours des actions	Divi- dendes	Cours des actions	Divi- dendes	1859	1869	1879	1889	1899	1904	1905	1906	1907
Nord.....	1.782,64	72	1.756,94	72	7,07	6,00	4,62	3,65	3,46	3,68	3,74	4,03	4,09
P.-L.-M....	1.344,81	58	1.338,81	57	7,43	6,15	4,81	4,08	3,06	4,06	3,95	4,31	4,25
Orléans....	1.408,79	59	1.348,62	59	7,36	5,94	4,73	4,29	3,27	4,07	3,95	4,18	4,37
Midi.....	1.142,55	50	1.107,38	50	5,37	6,47	4,62	4,18	3,65	4,31	4,21	4,37	4,51
Ouest.....	876,83	38,50	831,86	38,50	6,73	5,93	4,52	4,05	3,35	4,37	4,19	4,39	4,62
Est.....	909,16	35,50	895,16	35,50	5,99	6,02	4,61	4,49	3,45	3,91	3,68	3,90	3,96
Total.	7.464,78	313	7.278,77	312	6,85	6,07	4,67	4,08	3,36	4,03	3,92	4,19	4,28

Autres titres. — Si de la rente, des obligations et des actions de chemins de fer, l'on étendait les calculs aux titres des principales sociétés industrielles, on constaterait le même phénomène de la baisse de la rémunération de l'argent, avec un temps d'arrêt toutefois dans ces dernières années. Une intéressante étude de M. des Essarts sur « les dépôts de titres à la Banque de France », dépôts qui représentent plus de 4 milliards de francs en 1896, établit que la réduction du taux général de l'intérêt, tant des valeurs d'Etat français ou étrangers que des valeurs industrielles, entre 1857 et 1896, a été de 30 0/0 (1).

On objecte qu'à regarder les choses de près on s'aperçoit que si les actions paraissent rapporter moins aujourd'hui qu'autrefois, c'est uniquement parce que leur valeur au cours de la Bourse s'est élevée, mais que leur valeur utile, c'est-à-dire la valeur fournie à la société n'a pas varié, de sorte que si les dividendes distribués sont restés constants ou ont augmenté, la part distribuée au capital employé dans la production n'a pas changé, ou même a éprouvé un mouvement de hausse.

D'après le *Bulletin de statistique et de législation comparée* du ministère des finances de mai 1901, il existait en France, au 31 décembre 1898, 6.324 sociétés par actions constituées depuis l'année 1800, Banque de France en tête, avec un capital nominal de 13.400 millions, grossi de 22.140 millions en bons ou obligations.

(1) Sur les indications du directeur du service des titres à la Banque de France, nous n'avons pas cru devoir établir ce relevé jusqu'en 1908, les chiffres d'encaissement d'arrérages ne correspondant pas à la valeur des titres déposés, d'abord parce que le montant des titres amortis et encaissés est confondu dans ce chiffre, ensuite parce qu'un grand nombre de coupons sont rendus en nature aux déposants.

Un peu moins de 36 milliards, voilà ce dont disposaient les sociétés par actions.

D'un autre côté, d'après la valeur accusée par la cote pour les titres négociés en Bourse, et par les évaluations de l'enregistrement pour les titres non cotés, la valeur totale des différents titres des sociétés par actions était, au 31 décembre 1898, de 14.475 millions ; la plus-value pour l'ensemble ressortait donc à 1.075 millions ou presque exactement 8 0/0.

Cette plus-value serait un dédommagement modeste des risques courus, mais elle n'est même qu'apparente : chaque année, il y a des sociétés qui, par suite de faillite ou de liquidation, ont cessé d'être comprises dans les chiffres ci-dessus. L'effectif de 6.324 ne s'applique qu'aux entreprises qui ont survécu depuis la création de la Banque de France ; quant à celles qui ont disparu par suite d'épuisement de leurs ressources et qui représentent plus de 10 0/0 des sociétés existantes et de leur capital nominal, il n'en reste plus trace, de sorte que si au lieu de ne considérer que les sociétés qui fonctionnaient encore au 31 décembre 1898, on embrassait toutes les sociétés qui se sont formées depuis l'année 1800, la plus-value de 8 0/0 du capital coté relativement au capital nominal se changerait en moins-value.

Loin de « la plus-value imméritée » dont parlait Stuart Mill et dont parlent après lui les socialistes, il y a donc dans les affaires une déperdition certaine. « Supposez, dit M. Paul Leroy-Beaulieu (1), une famille riche qui, depuis la première année du xix^e siècle, ait souscrit aux actions de toutes les affaires émises, en proportion du

(1) *Economiste français*, n° 32 de 1904, p. 495.

capital de chacune des sociétés et en commençant par la Banque de France ; eh bien ! cette famille serait en perte sensible ; elle aurait bien une plus-value de 8 0/0 sur les actions existant en 1898, mais cette plus-value se changerait certainement en moins-value accentuée, si l'on tenait compte des actions de toutes les sociétés qui auraient disparu par la perte de leur capital, au cours du siècle. »

Nous avons vu que le taux de la rente française est aujourd'hui de 3,16 0/0, celui des principales obligations de chemins de fer de 3,44 0/0 et celui des actions des mêmes Compagnies de 4,28 0/0 (1). Il est généralement admis que les prêts hypothécaires sérieusement garantis donnent un revenu de 4 0/0 (2). L'intérêt moyen des placements de premier ordre serait donc aujourd'hui de 3.600/0 environ ; mais, si l'on étend un peu le cercle de ses placements, sans sortir des limites d'une sécurité suffisante, on peut l'évaluer à 3,75 0/0, alors qu'il s'élevait il y a 40 ans entre 5 et 6 0/0 (3). Dans une autre partie de cette étude, nous essaierons d'exposer les conséquences de cette dépréciation.

(1) Le taux moyen net des placements effectués, en 1906, par la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse, et qui se sont élevés à 147 millions, ressort à 3 fr. 536 0/0 (*Journ. off.*, 19 juillet 1907).

Celui des capitaux de la caisse des retraites des agents et ouvriers commissionnés des chemins de fer de l'Etat, s'élevant à 38 millions, a été de 3 fr. 312 0/0 pour la même année (*Journ. off.*, 13 août 1907).

(2) Le taux des prêts hypothécaires a été porté par le Crédit foncier de 4,30 à 4,50 0/0 à partir du 1^{er} décembre 1907.

(3) C'est au taux de 3, 75 0/0 que les charbonnages de Bully-Grenay ont émis, en août 1905, à 398 fr. 50, des obligations au capital nominal de 400 francs

CHAPITRE III

INTÉRÊT DES CAPITAUX FLOTTANTS.

En examinant le taux de capitalisation des placements à court terme, nous constaterons son absence de concordance avec celui des placements à longue échéance. Pour ces derniers, le taux de capitalisation suit généralement une marche lente et régulière ; pour les premiers, les fluctuations sont plus fréquentes, parfois brusques et considérables.

Les placements à court terme sont formés par les capitaux flottants, c'est-à-dire par les dépôts dans les établissements de crédit et dans les banques privées, par les disponibilités des Compagnies de chemins de fer, des Compagnies d'assurances et autres, des commerçants, industriels et rentiers, en un mot par l'ensemble des capitaux qui, tout en recherchant un emploi productif, exempt d'aléa, ne peuvent s'immobiliser au delà de quelques semaines ou de quelques mois.

Si les emplois de fonds en opérations de banque ont pour caractéristique la disponibilité, cet avantage a pour contre-partie l'exiguïté du profit. L'achat de bons du Trésor, l'escompte, les reports et les avances sur titres ont le double avantage de fixer le montant de la somme à recevoir et le délai maximum de l'immobilisation. De plus, si les effets sont réescomptables à la Banque, si les valeurs reçues en nantissement sont de celles sur lesquelles elle

consent des avances, on peut en cas de nécessité réaliser ses fonds avant l'échéance. En raison de ces caractères communs, il y a une certaine corrélation entre le taux de l'intérêt de ces diverses catégories de placements à court terme ; toutefois, les différences d'échéances, de situation des affaires, de besoins du commerce, de tenue des cours des fonds publics, peuvent influencer diversement sur le taux de l'intérêt de chacune de ces catégories.

SECTION I. — Achat de bons du Trésor.

Les bons du Trésor sont des billets à échéance fixe que celui-ci délivre à ses guichets en représentation du versement de leur valeur nominale en espèces. Emis dans la limite du maximum (1) fixé par la loi de finances, il y en avait en circulation, le 30 septembre 1907, pour une somme de 170.121.800 francs (2).

Le taux des bons du Trésor est généralement d'autant plus réduit que leur échéance est plus rapprochée. On observe aussi que le taux, même des bons à un an, est presque toujours inférieur au taux d'escompte de la Banque de France. En raison de la garantie absolue et des facilités de négociation qu'ils présentent, les bons du Trésor constituent, en effet, à part la modicité du revenu, le meilleur placement temporaire qu'on puisse désirer.

Les bons du Trésor sont émis à des échéances variant entre un mois et un an ; leur taux d'intérêt, fixé par le ministre des finances, dépend de la situation de place et

(1) Ce maximum est actuellement de 500 millions.

(2) *Doc. parlem.* Chambre, 21 novembre 1907, p. 1073.

des besoins du Trésor. A la différence des obligations à court terme (1), ils n'ont pas de coupons, et l'intérêt s'en règle à l'échéance, en même temps que le remboursement du capital : ainsi, un banquier qui aurait souscrit, le 1^{er} janvier 1907, 100.000 francs de bons de Trésor, à l'échéance d'un an, à 2 0/0, aurait versé 100.000 francs en espèces et reçu en échange un bon de 102.000 francs à l'échéance du 1^{er} janvier 1908 (2).

Le tableau suivant donne le taux d'intérêt des bons du Trésor en 1906, 1907 et pendant les premiers mois de

(1) Jusqu'à la loi de finances du 26 février 1903, qui a autorisé l'émission de 250 millions d'obligations à court terme, au taux de 3 0/0, les émissions de ces obligations s'étaient faites sans publicité et ne s'adressaient qu'aux grandes banques et aux Compagnies de chemins de fer ; elles ne comportaient pas de coupures inférieures à 10.000 francs. Pour la première fois, en 1903, il a été fait appel à la publicité et créé des coupures de 500 francs, 1.000 francs, 5.000 fr., 1.000 francs, à échéance de 4 à 5 ans, munies de coupons semestriels. Ce sont de véritables titres.

Il y en avait, au 1^{er} janvier 1908, pour 173.599.000 francs en circulation, aux échéances suivantes :

		Francs	
Mars	1908	59.749.000	3 0/0
Avril	—	14.420.000	2 1/2 0/0
Juillet	—	5.500.000	3 0/0
Octobre	—	31.330.000	2 1/2 0/0
Juin	1909	10.000.000	2 3/4 0/0
Juin	—	10.000.000	3 0/0
Juillet	—	42.600.000	3 0/0

(2) Bien qu'inscrits à la cote officielle de la Bourse de Paris, les bons et obligations du Trésor, les bons surtout, sont très rarement négociés ; une clientèle spéciale les recherche et les conserve en portefeuille jusqu'à leur remboursement. Il suffit au ministre d'élever de 1/4 ou de 1/2 0/0 l'intérêt des bons pour que les capitaux affluent dans ses caisses. Les obligations du Trésor ont également une clientèle particulière ; une fois émises, elles apparaissent rarement sur le marché. — Voir *Le Rentier*, 27 novembre 1906, p. 457.

1908, et fait ressortir combien les placements de cette nature sont peu rémunérateurs :

DATES D'EXÉCUTION	NOMBRE DE MOIS					
	1	2	3	4	5	6 mois à 1 an
	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0	0/0
22 janvier 1906 .	1	1	2 1/4	2 1/4	2 1/4	1 1/2
25 » »	1	1	1	1	1	1
5 mars »	1 1/2	1 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2
23 avril »	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2
21 janvier 1907 .	1 1/2	1 1/2	2 3/4	2 3/4	2 3/4	2
5 juin »	1 1/2	1 1/2	3 1/4	2	2	2
8 » »	1 1/2	1 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2
27 juillet »	1 1/2	1 1/2	2	2	2	2
9 septemb. »	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2
3 février 1908 .	1 1/2	1 1/2	2 3/4	2 3/4	2 3/4	1 1/2
6 » »	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2	1 1/2
20 mars »	1 1/2	1 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	1 1/2
3 avril »	1 1/2	1 1/2	2	2	2	1 1/2

SECTION II. — Escompte.

Au point de vue de la disponibilité, l'escompte se place à côté de l'achat des bons du Trésor, et, de toutes les opérations de banque c'est une des plus profitables au commerce.

L'escompte des effets de commerce, qui a pour garantie l'intervention de deux signatures au moins, n'est pas uniquement consenti à raison de la qualité des personnes engagées ; il a de plus, sinon un gage précis affecté par privilège, du moins une base sérieuse qui est la transaction commerciale exécutée, gage certain que la facilité demandée au banquier est en rapport avec les véritables besoins du client, étant écartée bien entendu l'hypothèse qu'il s'agisse de papier de complaisance.

Pour mesurer l'importance des services rendus par l'escompte aux industriels et commerçants, il suffit de signaler qu'en 1907 la Banque de France a escompté 21.540.925 effets pour une somme de 15.769 millions, et le Crédit Lyonnais 20.509.792 effets représentant une valeur de 15.927 millions.

Les conditions auxquelles les banquiers font les escomptes sont diverses et comprennent, en dehors de l'intérêt convenu, une commission variable suivant la place de paiement, la nature du papier, la date de l'échéance, les garanties offertes par le présentateur. Primordiales pour celui auquel elles s'appliquent, ces conditions n'ont en général qu'une faible influence sur celles faites par les autres banquiers ; c'est une question de concurrence. Mais il n'en est plus de même quand il s'agit de grandes banques d'émission. Les banquiers, en effet, sont tous plus ou moins obligés de réescompter leur portefeuille. Les conditions qui leur sont faites par la Banque de France, la Banque d'Angleterre, celle d'Allemagne, etc... les obligent à élever ou leur permettent d'abaisser le prix auquel ils peuvent faire des escomptes, et la fixité du taux de l'escompte est ici d'une importance majeure pour les affaires en général. Dans les grandes opérations commerciales, une différence d'intérêt de 1/2 ou 1 0/0 peut faire disparaître le bénéfice toujours relativement restreint eu égard à l'ampleur des capitaux engagés ; si donc un négociant ne peut compter sur un taux d'escompte modéré pendant toute la durée de l'affaire qu'il projette, il augmentera ses prix pour se couvrir des risques d'une élévation de l'escompte, ou bien renoncera à son opération.

Ce serait pour la Banque de France une liberté apprê-

ciable que de pouvoir, comme les banques d'Angleterre et d'Allemagne, accorder son crédit suivant la solidité de chaque emprunteur. L'examen du montant du portefeuille de ces trois établissements (1) nous permet de constater l'infériorité de la Banque de France au point de vue des opérations d'escompte et de nous rendre compte des services rendus par notre premier établissement de crédit à son détriment en s'efforçant d'établir, en même temps qu'un taux très modéré, une fixité d'escompte aussi grande que possible.

Le taux de l'escompte dans les Banques de France, d'Angleterre et d'Allemagne ne suit pas nécessairement les variations du taux de l'intérêt. A Londres, avec des consolidés rapportant $2\frac{3}{4}$ à $3\frac{0}{0}$; à Berlin, avec des fonds allemands rapportant $3\frac{1}{2}$ à $3\frac{3}{4}$, on a vu l'escompte à 7 et $7\frac{1}{2}\frac{0}{0}$ en novembre 1907. L'importance des stocks monétaires exerce sur le taux de l'escompte une influence prépondérante, les banques d'émission devant toujours avoir, en effet, un stock métallique qui leur permette de payer leurs billets à guichet ouvert ; si ce stock diminue dans une proportion importante, les banques sont obligées d'élever l'escompte pour rétablir l'équilibre entre leurs ressources et les demandes. C'est ainsi que, dans les périodes de spéculation active ou lorsque, par suite d'achats considérables à l'étranger, des exportations métalliques sont à prévoir, le taux de l'es-

(1) Le 23 avril 1908, le portefeuille de la Banque de France s'élevait à 994 millions de francs, celui de la Banque d'Angleterre à 755 millions ; le portefeuille de la Banque d'Allemagne était, le 15 avril, de 1.211 millions ; celui du Crédit Lyonnais, le 29 février, de 1.131 millions. En général, le chiffre du portefeuille de ces trois derniers établissements est supérieur à celui de la Banque de France.

compte peut éprouver des modifications brusques et étendues ; on a vu des écarts de 2 ou 3 0/0 à 7 et 8 0/0, qui s'expliquent par la nécessité de se procurer des capitaux ; il faut remarquer d'ailleurs que ces taux ne s'appliquent qu'à des périodes de trois mois au plus ; une augmentation de 3, 4 ou 5 0/0 du taux de l'escompte pendant une période aussi courte n'élève que faiblement le taux moyen de l'année entière.

Le taux de l'escompte à la Banque de France, qui était resté fixé à 3 0/0 du 22 février 1883 au 16 février 1888, fut, à cette dernière date, abaissé à 2 1/2 0/0, puis porté à 3 1/2 le 13 septembre et à 4 1/2 le 4 octobre, à raison de la hausse des changes et de l'élévation de l'escompte sur quelques places étrangères. La Banque put abaisser de nouveau le taux de l'escompte à 4 0/0 le 10 janvier 1889, à 3 1/2 le 24 janvier, à 3 0/0 le 7 février. Maintenu à ce chiffre pendant plus de 3 ans, — malgré le prêt de 75 millions d'or à la Banque d'Angleterre en 1891, et alors que cette banque escomptait à 6 0/0 et celles de Russie et d'Allemagne à 6 et 5 1/2 0/0, — le taux fut ramené en France à 2 1/2 le 19 mai 1892 et à 2 0/0 le 14 mars 1895. D'énormes importations de céréales obligèrent la Banque à porter le taux de son escompte à 3 0/0 le 20 octobre 1898. L'élévation de l'escompte sur les places étrangères amenèrent de nouveaux relèvements à 3 1/2 0/0 le 7 décembre 1899 et à 4 1/2 le 21 décembre. L'escompte fut abaissé successivement à 4 0/0 le 11 janvier 1900, à 3 1/2 le 25 janvier, à 3 0/0 le 25 mai. Ce taux, si favorable aux transactions, demeura invariable jusqu'au 21 mars 1907 où il fut porté à 3 1/2 0/0 ; l'escompte est élevé à 4 0/0 le 7 novembre 1907, en raison des difficultés monétaires aux Etats-Unis ; le 9 janvier

1908, il était ramené à 3 1/2, et le 23 janvier à 3 0/0. Comme le montre le tableau suivant (1), qui résume ce rapide historique, le commerce et l'industrie n'ont trouvé nulle part un traitement monétaire plus avantageux que sur le marché français :

*Moyennes annuelles du taux de l'escompte à la Banque de France
et sur quelques places étrangères.*

ANNÉES	PARIS	BRUXELLES	AMSTERDAM	LONDRES	BERLIN	VIENNE	ROME	ST-PÉTERSBOURG
1886.	3	2,80	2,50	3,05	3,28	4	4,71	5
1887.	3	3,10	2,50	3,34	2,41	4,12	5,50	5
1888.	3,10	3,32	2,50	3,30	3,32	4,17	5,50	5,58
1889.	3,16	3,58	2,50	3,55	3,67	4,19	5,66	5,62
1890.	3	3,22	3,02	4,69	4,52	4,48	6	5,40
1891.	3	3	3	3,25	3,80	4,40	5,78	4,87
1892.	2,70	2,70	2,70	2,52	3,20	4,02	5,20	4,88
1893.	2,50	2,83	3,48	3,06	4,07	4,24	5,18	4,70
1894.	2,50	3	2,58	2,11	4,12	4,08	5,74	4,07
1895.	2,10	2,60	2,54	2	3,14	4,30	5	5
1896.	2	2,84	3,03	2,48	3,66	4,09	5	»
1897.	2	3	3,13	2,64	3,81	4	5	»
1898.	2,20	3,04	2,83	3,19	4,27	4,16	5	6,50
1899.	3,06	3,91	3,83	3,75	4,98	5,04	5	5,59
1900.	3,23	4,09	3,50	3,96	5,33	4,58	5	5,57
1901.	3	3,28	3,23	3,72	4,10	4,08	5	5,67
1902.	3	3	3	3,33	3,32	3,55	5	5,07
1903.	3	3,17	3,40	3,75	3,84	3,50	5	4,65
1904.	3	3	3,24	3,30	4,22	3,50	5	5,38
1905.	3	3,18	2,68	3	3,81	3,70	5	5,63
1906.	3	3,84	4	4,27	5	4,33	5	7,27
1907.	3,47	4,95	5,10	4,93	6,03	4,89	5,07	7,12

Nous avons exposé plus haut que le facteur principal du taux de l'escompte était, avec l'intensité des besoins,

(4) De 1886 à 1901, chiffres extraits du tableau donné par M. R.-G. Lévy à son cours de l'Ecole des sciences politiques.

De 1901 à 1907, chiffres extraits de l'*Economiste français* du 22 février 1908, p. 265.

l'abondance monétaire. Il n'est donc pas sans intérêt de rappeler les variations du stock métallique de la Banque de France au 31 décembre de ces dernières années.

ANNÉES	Or millions de francs	Argent millions de francs	Total millions de francs
1876			2.179,5
1894	2.060,8	1.238	3.298,8
1895	1.95,2	1.234,6	3.184,9
1896	1.912	1.227,5	3.139,5
1897	1.945,5	1.205,2	3.150,7
1898	1.818,4	1.205,5	3.023,9
1899	1.866,4	1.151,6	3.018
1900	2.334,3	1.099,5	3.433,8
1901	2.449	1.096,8	3.545,8
1902	2.519,2	1.098,4	3.617,6
1903	2.357,4	1.100	3.457,4
1904	2.650,2	1.098,9	3.749,1
1905	2.864,3	1.071,2	3.935,5
1906	2.671,9	993,5	3.665,4
1907	2.676	918	3.594

Plusieurs faits saillants se dégagent de ce tableau : la diminution sensible de l'encaisse or en 1898, sa très forte augmentation en 1900 et une nouvelle diminution depuis 1905. Le premier eut pour conséquence logique, comme nous l'avons vu, l'élévation du taux de l'escompte ; le second, son abaissement ; quant au troisième, il a été la cause de la hausse de l'escompte au chiffre de 4 0/0 qui n'avait pas été relevé depuis le début de l'année 1900. On constate cependant, dans l'ensemble, un accroissement considérable de l'encaisse-or (1) ; et la Banque pourrait certainement réduire sans danger le taux de son escompte, si toutes les grandes banques européennes ne

(1) Nous ne parlons pas de l'encaisse-argent que la Banque cherche à diminuer constamment.

s'étaient fait une loi, au point de vue militaire, de retenir d'importantes réserves d'or (1). Une encaisse aussi forte que celle de la Banque de France (2) assure à notre pays une situation prépondérante sur le marché monétaire du monde et est l'un de ses éléments de sécurité ; mais elle ne constitue pas pour la Banque une source de bénéfices ; en effet, les billets qu'elle délivre sont non seulement improductifs, mais même onéreux pour elle, puisqu'elle doit en payer les frais de fabrication, de comptabilité et de timbre, assurer leur transport dans les succursales ainsi que l'envoi du numéraire destiné à en permettre partout le remboursement à vue (3) ; sur les 4.800 millions de billets qui ont été en moyenne dans les mains du public en 1907, 1.126 millions ou 23,46 0/0 seulement avaient pour contre-partie des effets de commerce ou des avances sur titres ; la portion des billets lucrative pour la Banque ne représentait donc qu'une faible fraction de la circulation totale (4), et il faut reconnaître que les dépenses importantes que celle-ci entraîne sont surtout profitables au pays.

Parmi nos établissements de crédit, la Banque de

(1) Au 21 mars 1908, la Banque impériale de Russie possédait 962 millions de roubles en or, auxquels se joignaient environ 300 millions de soldes créditeurs et de papier sur l'étranger équivalent à de l'or ; ensemble 1.260 millions de roubles, soit 3.351 millions de francs d'or contre une circulation fiduciaire de 2.887 millions de francs, et elle se protégeait encore par un taux d'escompte de 6 1/2 0/0.

(2) L'encaisse de la Banque de France a atteint, le 2 septembre 1905, le chiffre de 4.089 millions.

(3) Sans compter les frais de conservation et de garde des matières d'or et d'argent qui constituent la couverture des émissions.

(4) En 1905, la proportion de la circulation productive n'était que de 10.24 0/0.

France occupe une place toute spéciale. Créée pour faire l'escompte, son rôle s'est modifié depuis qu'elle est obligée de demander trois signatures ; elle est plutôt aujourd'hui un réescompteur, et les banquiers presque seuls s'adressent à elle pour l'escompte. Le papier de premier ordre ne va pas chez elle parce qu'il ne comporte que deux signatures d'une grande solvabilité et que l'on ne veut pas faire les frais de la troisième ; d'ailleurs, le commerçant, en mesure d'avoir la troisième signature, préférera escompter ses effets chez un banquier au taux hors banque, généralement inférieur au taux officiel. Il n'est donc pas surprenant que le portefeuille des grandes sociétés de crédit soit bien supérieur à celui de la Banque de France (1). Celle-ci n'en reste pas moins la directrice de l'escompte, la réserve où chacun va puiser en temps de resserrement du crédit, où tous demanderaient du secours en cas de crise. Aussi, le taux d'escompte de la Banque est-il celui sur lequel les yeux sont constamment fixés et dont les fluctuations sont immédiatement suivies d'un mouvement correspondant chez les banquiers et dans les grands établissements de crédit.

Si la Banque de France est le régulateur des variations de l'escompte, elle n'a pas en général l'avantage d'accorder le taux le moins élevé. Le bas prix ordinaire de l'escompte libre s'explique par la nécessité pour les sociétés de crédit de faire fructifier leurs dépôts dont le montant

(1) Le portefeuille de la Banque de France était, au 27 février 1908, de 1.110 millions, celui de nos quatre principales sociétés de crédit réunies était, au 29 février, de 2.456 millions (dont 1.131, 5 pour le Crédit Lyonnais ; 679, 3 pour le Comptoir d'escompte ; 529, 4 pour la Société générale ; 115, 9 pour le Crédit industriel et commercial).

va sans cesse croissant, comme l'indique le tableau suivant :

Dépôts de fonds et encaisses disponibles au Crédit Foncier, Crédit Lyonnais, Comptoir national d'escompte, Société générale, Crédit industriel et commercial (au 31 décembre de chaque année).

Années	Dépôts de fonds (millions de francs)	Encaisses disponibles (millions de francs)
1897.	1.186	114
1898.	1.240	261
1899.	1.266	259
1900.	1.397	294
1901.	1.450	278
1902.	1.504	268
1903.	1.554	250
1904.	1.854	297
1905.	1.902	384
1906.	1.953	393
1907.	1.848,5 (1)	333,6 (1)

SECTION III. — Reports.

Bien loin d'être des opérations artificielles, imaginées par des spéculateurs en quête de bénéfices illicites, les reports constituent des transactions normales, résultant du jeu même des affaires financières, et qui rendent aux banquiers et aux établissements de crédit d'appréciables services.

La rente française, par exemple, qui n'est qu'une marchandise, s'achète à crédit comme toutes les autres marchandises ; c'est ce que l'on appelle l'achat à terme. Mais, à la différence des achats de denrées et de produits ma-

(1) Dans ces chiffres, le Crédit Lyonnais figure pour 680 millions de dépôts et 150 millions d'encaisse.

nufacturés, le crédit se prolonge presque indéfiniment pour la rente. Il se renouvelle de mois en mois, aussi longtemps qu'on le veut, à la condition de payer un intérêt, qui est le prix du report (1).

Les reports sont de courte durée puisqu'ils se dénouent pour la plupart des valeurs à chaque liquidation de quinzaine, certaines valeurs seulement, comme les fonds publics français, les actions de la Banque de France et du Crédit Foncier, celles des Compagnies de chemins de fer, n'étant assujetties qu'à la liquidation mensuelle. La brièveté de cette durée du prêt, le nantissement des titres et la garantie de l'intermédiaire font que les placements en reports offrent une réelle sécurité. Par contre, en temps normal, ils sont peu rémunérateurs, d'autant plus que le courtage de l'agent de change ou du banquier réduit l'intérêt net de l'opération ; rarement celle-ci produit plus de 3 0/0. Le taux moyen des reports en 1904 a été de 1.70 0/0 ; en 1905 : 2.60 0/0 ; en 1906 : 3.50 0/0. L'année 1907 a été absolument anormale ; voici, en effet, la moyenne des reports cotés à Paris pendant l'année considérée :

*Moyenne des reports (année 1907), déduction faite
du courtage et de l'impôt de Bourse.*

	Du 1 ^{er} au 15	Du 15 au 31
	Au parquet	Au parquet
Janvier	6.17 0/0	5.49 0/0
Février	4.66	3.84
Mars	4.12	4.49
Avril	3.91	3.47

(1) On trouvera l'explication des opérations de reports dans le *Traité des opérations de bourse et de change* d'Alphonse Courtois, 13^e édition, p. 80 et suiv.

Mai.	3.97	4.25
Juin.	3.67	2.93
Juillet.	3.39	3.13
Août	3.05	3.30
Septembre.	2.83	3.40
Octobre.	3.50	2.91
Novembre.	3.23	3.14
Décembre.	5.00	5.51

Le taux moyen de 1907 a été ainsi de 3.89 0/0, bien supérieur par conséquent à ceux des années antérieures. Cela montre combien d'une façon générale le loyer de l'argent s'est élevé dans ces dernières années, ce qui confirme les constatations que nous avons faites pour la rente et les valeurs de chemins de fer (1).

On a fait remarquer que les reports et l'escompte ne

(1) Le taux des reports, qui a atteint 5 1/2 à 6 0/0 à Paris, s'est élevé à 8 ou 9 0/0 à Londres et Berlin ; jusqu'à 30 et même 40 0/0 à New-York.

Les reports officiels, dit la « Semaine financière » du *Temps*, qui généralement, pendant toute l'année, sont cotés à des prix peu élevés et qui même durant 1907 (où il eût été rationnel qu'on les traitât, en raison du resserrement des capitaux, à des taux sensiblement plus élevés que précédemment) n'ont cessé d'être très abordables, ont cependant, à la fin de l'année, fini par céder aux exigences du moment. L'échéance des coupons de janvier oblige, en effet, toutes les sociétés qui déposent leurs disponibilités dans les charges d'agent de change pour être employées en reports, à les retirer avant la première liquidation de décembre, puisque si elles attendaient la fin de ce mois pour le faire, elles n'auraient cet argent à leur disposition que le 5 janvier, c'est-à-dire trop tard pour l'objet auquel il est destiné. Ces retraits doivent être compensés par des apports nouveaux de capitaux. C'est aux sociétés de crédit qu'on le demande ; il est donc très légitime que ces gros détenteurs de fonds les fassent payer le prix justifié par l'urgence des besoins. Et quand cette circonstance coïncide, comme à la fin de 1907, avec une période de pénurie générale de capitaux, il n'est pas étonnant que le taux des reports atteigne 5 1/2 0/0.

sont pas sans analogie en tant qu'emploi de fonds. Les titres pris en report par une société peuvent se comparer aux effets qu'elle escompte ; ce sont, en quelque sorte, comme ceux-ci, des valeurs à tant de jours de date, convertibles en argent le jour de la liquidation ; la société peut les donner en nantissement d'un emprunt, les vendre même, sauf à les racheter avant l'échéance pour les restituer. Dans l'escompte, les risques d'insolvabilité du débiteur sont couverts par la garantie des endosseurs précédents ; dans les reports, ils le sont par la garantie réelle résultant de la possession des titres. C'est à la société à choisir les titres qu'elle accepte de reporter, de même qu'elle choisit les signatures.

Malgré ces points de ressemblance, nous ne croyons pas que l'on puisse assimiler l'escompte et les reports, ces derniers, tout solides qu'ils sont, ne présentant pas tout à fait autant de sécurité ni la même fixité. Le taux des reports est, en effet, essentiellement variable puisqu'il est déterminé à nouveau, après chaque liquidation, selon la situation de place et qu'il diffère selon la nature de la valeur et la solvabilité du débiteur. S'il y a plus de titres offerts que de demandes, les reports s'élèvent ; un report sur la rente française, valeur de tout repos, est meilleur marché que sur des fonds sud-américains ; pour des reports traités avec des agents de change, on se contente d'un taux plus faible que pour des reports négociés avec des particuliers. Aucune régularité, par suite, aucune certitude dans les placements en report dont le cours, comme nous l'avons dit, varie chaque mois, chaque quinzaine.

Pour ce motif, le placement en report ne convient pas au rentier qui a besoin de compter sur un revenu aussi

stable que possible. Il s'adresse aux gros capitalistes, aux établissements de crédit surtout qui trouvent dans cette combinaison le moyen d'employer temporairement, dans l'intervalle d'une liquidation à l'autre, des disponibilités monétaires, souvent considérables, dont ils ne prévoient pas l'utilisation avant un certain délai. L'inconvénient provenant de l'instabilité du taux de l'intérêt s'efface pour eux devant des avantages que n'offrirait pas un placement en achat de valeurs. Le propriétaire de titres qui est dans l'obligation de les réaliser à un moment donné sans être à même de choisir une époque favorable, est exposé à subir une perte sur son prix d'acquisition ; c'est ce qui pourrait arriver aux sociétés de banque si, au lieu de placer leurs disponibilités en reports, elles se rendaient propriétaires de valeurs mobilières pour les réaliser quelques jours ou quelques semaines plus tard. Dans l'intervalle, une baisse aurait pu se produire ; le prix de vente pourrait donc être inférieur au prix d'achat. Au contraire, dans leur position de reporters, les grands établissements sont à l'abri de pertes résultant de la baisse éventuelle des cours, puisque, acheteurs au comptant, ils se portent immédiatement vendeurs à terme. Pour que le fléchissement des cours leur soit préjudiciable, il faut envisager l'hypothèse où le reporté ne serait pas en mesure de tenir ses engagements et où les titres servant de gage à l'opération devraient être l'objet d'une vente forcée, à un moment défavorable. Aussi, les placements en reports sont-ils effectués sur une vaste échelle par la haute banque, les institutions de crédit, les sociétés d'assurances qui trouvent, grâce à cette combinaison, un emploi de leurs disponibilités un peu rémunérateur, tout en se mettant à

l'abri, dans la plus large mesure possible, des risques de pertes en cas de baisse des cours. Les Compagnies de chemins de fer utilisent ainsi les sommes destinées au paiement de leurs coupons, mais ce sont surtout les charges d'agent de change qui emploient leurs capitaux en reports, conjointement avec ceux de leurs clients. Il existerait une moyenne de 5 millions en temps normal et de 8 à 10 millions au moment d'un grand mouvement d'affaires affectés par chacune des 70 charges d'agents de change à des opérations de reports. C'est donc par centaines de millions que se traitent ces sortes de transactions qui tendent cependant à se réduire, comme nous allons le voir au paragraphe suivant, au profit des avances sur titres.

SECTION IV. — Avances sur titres.

Il se fait nombre de prêts dans lesquels le prêteur reçoit en garantie, outre l'engagement personnel de l'emprunteur, un dépôt de titres ou de marchandises dont le prix est affecté par privilège au remboursement de la dette. On emprunte de cette manière sur dépôt d'inscriptions de rentes, d'actions ou obligations industrielles, etc., sur dépôt de matières d'or et d'argent, sur warrants, sur gage ou nantissement proprement dit. Le monopole du prêt sur gage d'effets mobiliers est réservé, en France, aux monts-de-piété.

Quand la Banque de France donne un billet en échange de numéraire, elle fait une opération exempte d'aléa ; quand elle le donne en échange d'un effet à terme, elle fait une opération aléatoire en soi, mais que légitiment la sûreté du débiteur et la brièveté de l'échéance. Quand

elle donne des billets en échange de titres de bourse, elle rend disponibles par une émission de papier, des capitaux déjà engagés, et c'est là ce qui ne devrait être fait, à la rigueur, que par la substitution de capitaux réels qui viendraient prendre momentanément la place des capitaux engagés. Aussi a-t-il paru longtemps que des prêts de ce genre appartenaient plutôt à des établissements disposant de capitaux réels, comme les monts-de-piété ou les institutions ordinaires de crédit. Mais beaucoup de négociants déposent à la Banque leur portefeuille de titres et des avances sur ces dépôts sont pour eux un adjuvant précieux. De même, il arrive que des particuliers, ayant un besoin momentané de fonds, désirent éviter de vendre leurs titres en faisant un emprunt. On passa donc sur ce qu'il pouvait y avoir d'exceptionnel à escompter une valeur n'ayant pas date certaine.

La loi du 14 mai 1834 a, pour la première fois après 31 ans d'existence, autorisé la Banque de France à faire des prêts sur fonds publics français, en n'entendant par là que les rentes. Par les décrets des 3 et 28 mars 1852, elle put étendre ses avances aux actions et obligations de chemins de fer français et aux obligations de la Ville de Paris, et, par la loi du 9 juin 1857, aux obligations du Crédit Foncier. En 1868, un décret décida qu'elle pouvait aussi consentir des prêts sur dépôt d'obligations de la Société algérienne et la faculté s'étendit, en 1880, en vertu d'un autre décret, aux obligations créées ou à créer des villes et des départements.

Le service des avances ainsi organisé fut particulièrement adopté par les rentiers. L'obligation de justifier de son identité, d'apporter ses titres au moment même où l'on fait la demande d'emprunt, de revenir pour toucher

les fonds, de retirer en tout ou en partie les titres déposés, dès qu'on opère le remboursement, toutes ces démarches à faire éloignaient du bureau des avances les banquiers et les négociants. La Banque fut ainsi amenée, en 1880, à mettre en pratique une nouvelle forme de prêt s'adressant spécialement aux commerçants et leur permettant de faire face en quelques instants à un besoin immédiat : elle créa des comptes courants d'avances dont le fonctionnement simple et commode assura le prompt développement. Il suffit, en effet, de déposer à ses guichets des titres de la nature de ceux sur lesquels elle est autorisée à prêter pour obtenir un crédit dont le bénéficiaire dispose au moyen de chèques ou de virements, sans formalités et sans perte de temps. Ces titres sont gardés gratuitement et les coupons, touchés sans frais, sont portés au crédit de l'emprunteur qui ne paie d'intérêts que sur les sommes dont il est débiteur, au taux très modéré appliqué aux avances ordinaires, sans aucune commission ni débours supplémentaires. Le minimum des avances, qui était primitivement de 500 francs, a été abaissé à 250 francs depuis l'année 1890.

Voici, à partir de 1880, la marche progressive des avances sur titres consenties par la Banque, pour une partie de plus en plus grande en comptes courants d'avances (1) :

(1) Les avances ordinaires ne se sont élevées, en 1907, qu'à 42.105.400 francs.

Années	Sommes avancées francs
1880	325.800.000
1885	584.645.100
1890	811.534.300
1895	1.423.435.100
1900	1.657.048.800
1901	1.801.820.600
1902	1.760.916.600
1903	2.002.174.900
1904	2.019.557.300
1905	2.282.584.300
1906	2.657.003.100
1907	2.854.931.900

Dans les avances sur titres, la disponibilité n'est pas aussi complète que dans l'escompte du papier bancable; mais comme elles peuvent être consenties pour un délai déterminé et que les fonds avancés sont exigibles après ce laps de temps, elles ne laissent cependant guère à désirer au point de vue de la liquidité.

Les résultats obtenus dans cette voie par la banque de France amenèrent naturellement les grands établissements de crédit à s'y engager également et la réorganisation du marché financier, en 1898, n'a pu que les y affermir. D'après la nouvelle réglementation, en effet, tous les intermédiaires du marché libre sont obligés de présenter aux réquisitions des employés de l'Enregistrement un bordereau d'agent de change pour toutes les opérations faites sur les valeurs cotées, de sorte que par là même tous les reports proprement dits furent rattachés au parquet. La conséquence immédiate de l'exigence de payer des frais de courtage fut de développer largement, au détriment des reports, la mise de titres en pension, selon l'expression adoptée, c'est-à-dire les prêts réalisés

sous forme d'avances sur titres pures et simples qui n'étaient pas considérées comme opérations de Bourse et échappaient aux exigences de la loi.

Ce changement du mode de procéder de la spéculation ressort du relevé ci-après, dans lequel nous n'avons pu comprendre les opérations du Crédit Lyonnais, cet établissement cumulant, sous la même rubrique, dans ses bilans, les avances et les reports :

	Reports au 31 décembre			
	(en francs)			
	1904	1905	1906	1907
Société générale.....	62.696.488	47.389.968	63.563.917	76.151.038
Comptoir d'escompte	99.690.694	63.531.456	59.257.897	41.073.450
Crédit industriel....	34.064.710	28.967.505	26.060.140	19.698.209
Totaux.....	196.451.892	139.888.929	148.881.954	136.922.697
Diminution des reports de 1904 à 1907.....				59.529.195

	Avances au 31 décembre			
	(en francs)			
	1904	1905	1906	1907
Société générale.....	125.924.498	153.250.727	149.465.686	172.500.474
Comptoir d'escompte	96.777.396	133.835.425	156.362.686	126.323.386
Crédit industriel....	30.810.661	38.124.415	62.669.755	48.588.672
Totaux.....	253.512.555	325.210.567	368.498.127	347.412.532
Augmentation des avances de 1904 à 1907.....				93.899.977

Pour les avances sur titres, le spéculateur lève ses

titres, les porte en gage au prêteur et débat avec lui le taux auquel l'argent lui sera fourni, ainsi que la durée du prêt. Celle-ci, généralement plus longue que la durée des reports proprement dits, ne dépasse pas le plus souvent trois mois, sauf renouvellement. L'emprunteur reste entièrement propriétaire de ses titres, tandis que dans les reports il en est momentanément dépossédé et, en cas de tirage, en perd le bénéfice qui appartient au reporteur. Pour suppléer à la garantie de l'officier ministériel, qui fait défaut, les banques ne prêtent qu'une fraction de la valeur du titre ; elles se réservent une marge rarement inférieure à 30 0/0 du cours du gage au jour de l'opération et, lorsque cet écart entre la valeur actuelle du titre et le montant du prêt diminue sensiblement, elles réclament à l'emprunteur un supplément de garantie, soit en espèces, soit en titres nouveaux, ou bien elles exécutent le gage.

Quant aux conditions des prêts, les capitaux employés aux avances de cette nature et aux reports étant en corrélation et agissant comme une masse unique sur le prix de l'argent, leurs taux de placement ne devraient pas différer sensiblement ; toutefois, le taux des avances sur titres en pension est généralement un peu plus élevé que celui des reports, mais le plus souvent aussi inférieur au revenu des titres, depuis que les capitaux se portent en abondance de ce côté (1).

A la Banque de France, de 4 0/0 où il était depuis le 24 février 1883, il a été abaissé à 3 1/2 le 16 février 1888,

(1) A la fin de 1906, il y avait un écart d'environ 2 0/0 entre le taux des avances et celui des reports ; il en était résulté une inflation des avances sur titres qui favorisait la spéculation et dont le tableau donné plus haut marque l'intensité.

puis, porté à 4 1/2 le 13 septembre ; il a été maintenu à ce chiffre, malgré deux modifications successives du taux de l'escompte, et réduit à 4 0/0 le 24 janvier 1889. L'augmentation des cours des valeurs mobilières, très sensible au commencement de 1890, ayant paru à la Banque justifier un abaissement de 1/2 0/0, le taux fut fixé à 3 1/2 le 27 mars 1890 et à 3 0/0 le 14 mars 1895 ; mais à la suite d'importations considérables de céréales, il fut reporté à 3 1/2 le 20 octobre, à 4 0/0 le 7 décembre 1899 et à 5 0/0 le 21 décembre 1899. Dans les premiers jours de 1900, sur une notable amélioration des changes, le taux des avances suivit, avec un écart de 1/2 0/0 en plus, les variations du taux de l'escompte et fut ramené successivement à 4 1/2 le 11 janvier, 4 le 25 janvier et 3 1/2 0/0 le 25 mai 1900. Il resta fixé à ce chiffre jusqu'en mars 1907, époque à laquelle le taux de l'escompte fut porté à 3 1/2 et celui des avances à 4 0/0. La crise monétaire des Etats-Unis risquant d'atteindre l'encaisse de la Banque, l'escompte dut être élevé à 4 0/0 et le taux des avances sur titres à 4 1/2 0/0 le 7 novembre 1907. Le 23 janvier 1908, ces taux furent respectivement abaissés à 3 0/0 et 4 0/0.

En ce qui concerne le taux des avances sur titres consenties par les banquiers ou les institutions de crédit dans un but de consommation et non plus de spéculation, il oscille entre 5 et 6 0/0, avec une commission trimestrielle de 1/8 à 1/4 0/0.

A côté des avances sur titres, il y a lieu de mentionner les avances sur marchandises déposées, soit dans des magasins appartenant au prêteur ou loués par lui, soit à son nom dans des magasins publics ; mais la part d'aléa que comporte une affaire de ce genre, les soins spéciaux à donner aux marchandises en éloignent dans une large

mesure les banquiers et les établissements de crédit.

Une forme spéciale de l'avance sur marchandise est plus favorablement accueillie parce qu'elle supprime la plupart des inconvénients de l'opération, en donnant le grand avantage de la disponibilité, c'est l'escompte des warrants. La Banque de France accepte, en effet, avec deux signatures, les warrants à 90 jours au maximum afférents à des marchandises comprises dans la catégorie de celles, assez nombreuses, admises par son Conseil ; de sorte que l'escompte de warrants de cette nature se rattache intimement à l'escompte du papier de commerce bancable dont il partage les avantages.

Il en est de même des warrants agricoles créés par la loi du 10 juillet 1898 et qui permettent aux cultivateurs d'emprunter sur les produits naturels ou industriels provenant de leur exploitation.

Le warrant agricole déroge aux principes de notre Code civil en ce que le propriétaire ne se dessaisit pas de l'objet donné en gage ; néanmoins, la Banque de France admet ce papier à ses escomptes. Il ne semble pas d'ailleurs que jusqu'à présent, de façon générale, les agriculteurs soient plus portés à en créer que les établissements de crédit à en escompter.

Primitivement, il était interdit aux monts-de-piété de recevoir en nantissement des valeurs mobilières ; les seuls prêts qu'ils pussent consentir ne portaient que sur des objets mobiliers corporels et les personnes laborieuses qui avaient amassé le capital nécessaire à l'achat d'une ou de plusieurs obligations, se trouvaient parfois, dans les périodes de chômage ou de maladie, forcées de les vendre. Il était utile de fournir à ces petits capitalistes le moyen de conserver leurs titres à des conditions qu'ils

n'auraient pu trouver ailleurs. Ce fut l'objet de la loi du 25 juillet 1891 qui autorisa le Mont-de-Piété de Paris à consentir des avances sur valeurs mobilières au porteur. Les résultats ne se firent pas attendre : un an après la promulgation de la loi, le montant des prêts sur valeurs mobilières s'élevait à 6.942.888 francs (1).

Les monts-de-piété n'ont pas, en général, de fonds personnels ; ils s'en procurent au moyen de bons à ordre ou au porteur, à échéance de 3, 6, 9 ou 12 mois, dont le taux d'intérêt est fixé chaque année par arrêté préfectoral. C'est parce que ces bons s'adressent aux capitaux flottants que nous croyons devoir en parler.

En 1903, le directeur du Mont-de-Piété de Paris était autorisé, pour les prêts sur objets mobiliers corporels, à contracter des emprunts en bons à trois mois à 2 0/0 l'an, de 3 à 6 mois à 2 1/2 0/0, de 6 à 9 mois à 2 3/4, de 9 mois à 1 an à 3 0/0 ; le capital emprunté s'est élevé à 57.699.490 francs ; le taux des prêts est de 7 0/0 par an, y compris un droit fixe de 1 franc.

Mais le législateur de 1891 a fait des avances sur titres un service absolument distinct de celui des prêts sur nantissements corporels et, pour y faire face, le Mont-de Piété de Paris a recours à un emprunt spécial. Il n'emprunte ici que sur bons à un an, au porteur ou à ordre, rapportant 2 3/4 0/0 par an, et non plus sur bons de durée et d'intérêt variables. En 1903, le capital prêté a été de 7.169.795 francs ; l'intérêt exigé est de 6 0/0 l'an, avec un droit fixe de 0 fr. 25. Ainsi, au Mont-de-Piété de Paris, un prêt de 100 francs pendant 1 mois coûte

(1) Actuellement, le Mont-de-Piété peut faire des prêts sur titres jusqu'à concurrence de 500 francs ; en décembre 1905 et 1906, le conseil municipal a émis le vœu que la limite soit portée à 3.000 francs.

0 fr. 75, sans frais accessoires ; dans une banque ou une société de crédit, il coûterait, tous frais compris, plus du double.

Les monts-de-piété ne prêtent pas qu'aux nécessaires (1) ; aussi ne doit-on pas les considérer comme le « thermomètre de la misère ». Lorsque les affaires ont une grande activité, le petit commerce, les petits industriels demandent au mont-de-piété les capitaux dont ils ont besoin et qu'ils ne pourraient se procurer ailleurs à aussi bon compte, quelque élevé que soit l'intérêt perçu par l'Administration. Si une crise amène un ralentissement de la production, le mont-de-piété perd immédiatement une des sources principales de ses opérations ; l'industrie et le commerce font alors plus rarement, et pour de moindres sommes, appel à ses fonds. On peut donc dire, avec M. Blaize, que les opérations du mont-de-piété sont en raison directe des affaires et en raison inverse de la misère.

CONCLUSION

Arrivé à ce point de notre étude, nous croyons nécessaire de résumer dans une brève conclusion et par le graphique ci-après les idées principales qui se dégagent des recherches que nous venons de faire et des statistiques que nous avons analysées.

Nous pensons avoir montré que le revenu net de la propriété foncière rurale a légèrement augmenté depuis

(1) D'une manière générale, toutes les classes de la société parisienne font partie de la clientèle du Mont-de-Piété de Paris. On y rencontre, dit M. Rousselle dans un rapport de décembre 1906 au conseil municipal : 223.744 ouvriers et employés, 89.610 négociants, 40.838 rentiers, 29.275 personnes de professions libérales.

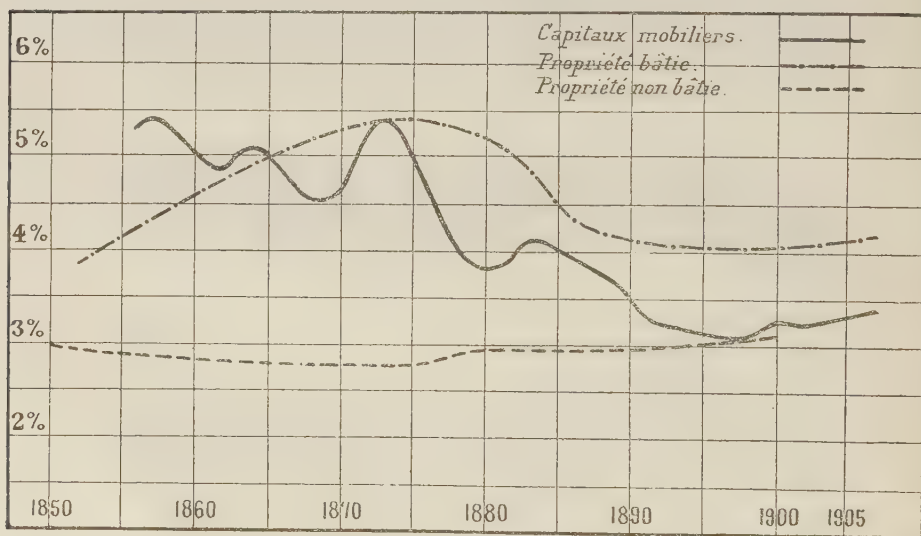
trente ans, mais que, la valeur vénale des terres ayant diminué de près de $1/5$ en raison de la crise agricole, la situation du propriétaire rural a été grandement éprouvée.

Quant à la propriété bâtie, nous avons évalué l'abaissement de son revenu net à plus de 20 0/0 en 35 ans.

Enfin, pour les revenus des capitaux mobiliers, les statistiques concordent toutes pour révéler une diminution moyenne de 30 0/0.

Il était indispensable, à cette place, de fixer en raccourci ces idées.

Variations du revenu des capitaux mobiliers⁽¹⁾ & immobiliers.
(propriétés bâties et non bâties.)



(1) Pour établir la courbe des variations du revenu des capitaux mobiliers, nous avons pris pour type les obligations de chemin de fer.

DEUXIÈME PARTIE

CAUSES DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT EN FRANCE DEPUIS 1870

On risquerait de se tromper si l'on considérait les variations en plus ou en moins du taux de l'intérêt comme des indices certains de l'état plus ou moins prospère du pays. Si l'on sait seulement que le taux de l'intérêt augmente, il est impossible de dire si c'est parce que les capitaux sont devenus plus rares et si le pays s'est ruiné, ou bien, au contraire, si c'est parce que les affaires ont reçu une telle impulsion que le besoin de nouveaux capitaux se fait sentir. C'est que la même cause peut produire sur le taux de l'intérêt un effet double et opposé. Ainsi les progrès industriels dans un pays tendent à élever le taux de l'intérêt en ouvrant des emplois qui n'existaient pas pour les capitaux et ils tendent, d'un autre côté, à le réduire puisqu'ils créent des capitaux et font des fortunes en même temps qu'ils propagent les procédés de banque par lesquels on amène sur le marché des capitaux auparavant oisifs.

Smith (1) a observé que l'abondance des emplois ou-

(1) *Richesse des nations*, liv. I, chap. ix.

verts aux capitaux anglais par la paix avantageuse de 1763 fit hausser le taux de l'intérêt : les acquisitions importantes que l'Angleterre venait de faire ouvraient une nouvelle carrière au commerce et invitaient à de nouvelles spéculations ; les capitaux ne furent pas plus rares, mais la demande en fut plus forte, et la hausse qui s'en suivit et qui est ordinairement un signe d'appauvrissement, fut, dans cette circonstance, occasionnée par l'ouverture d'une nouvelle source de richesses.

« La France, dit J.-B. Say, a vu en 1812 une cause contraire produire des effets opposés : une guerre longue, destructive, et qui fermait presque toute communication extérieure, des contributions énormes, des privilèges désastreux, des opérations de commerce faites par le gouvernement lui-même, des tarifs de douanes arbitrairement changés, des confiscations, des destructions, des vexations, et en général, un système d'administration avide, hostile envers les citoyens, avaient rendu toutes les spéculations industrielles possibles, hasardeuses, ruineuses ; quoique la masse des capitaux allât probablement en déclinant, les emplois utiles qu'on en pouvait faire étaient devenus si rares et si dangereux que jamais l'intérêt ne tomba, en France, aussi bas qu'à cette époque ; et ce qui est ordinairement le signe d'une grande prospérité devint alors l'effet d'une grande détresse » (1).

Ces exceptions à la règle générale que plus les capitaux disponibles sont abondants en proportion de l'étendue des besoins, plus s'abaisse l'intérêt de ceux qui sont prêtés, nous montrent avec quel soin doivent être cher-

(1) *Traité d'économie politique*, 7^e édition, p. 384.

chées les véritables raisons des phénomènes économiques.

D'une manière générale, la loi de l'offre et de la demande s'applique en matière d'intérêt du capital comme partout ailleurs. Si la demande augmente, les emprunteurs devront s'adresser aux détenteurs de capitaux que le taux d'intérêt offert antérieurement ne décidait pas à se dessaisir de leurs fonds, et par suite ce taux s'élèvera. Si, au contraire, il y a raréfaction des demandes, on aboutira à la conclusion inverse : la baisse de la rémunération du capital.

Rechercher les causes des variations du taux de l'intérêt revient donc à étudier les causes qui font varier l'offre et la demande du capital.

Nous ne nous proposons pas d'examiner ici, en détail, le mécanisme de la loi de l'offre et de la demande qui a été décrit dans tous les ouvrages généraux d'économie politique (1). Ce que nous voudrions essayer de montrer, c'est, en nous plaçant à un point de vue essentiellement pratique, comment ont agi depuis un demi-siècle les diverses forces qui tendent à faire varier le taux de l'intérêt ; en un mot, de dégager sur le terrain des faits, les causes de cette baisse importante du taux de l'intérêt que nous avons constatée.

Nous distinguerons : 1° les causes générales qui ont tendu les unes à l'élévation, les autres à l'abaissement du taux de l'intérêt ; 2° les causes de variation qui agissent plus spécialement, soit sur les capitaux mobiliers, soit sur les capitaux immobiliers.

(1) Cauwès, *Cours d'écon. polit.* ; Leroy-Beaulieu, *Econ. politique. Essai sur la répartition des richesses* ; Beauregard, *Econ. politique.*

CHAPITRE PREMIER

CAUSES GÉNÉRALES DE VARIATION DU TAUX DE L'INTÉRÊT

SECTION I. — Facteurs qui ont tendu à l'abaissement du taux de l'intérêt.

I. — *Abondance des capitaux.*

Il y a peu de phénomènes économiques qui n'aient pas une action complexe et qui n'influencent pas à la fois l'offre et la demande du capital. Il est donc nécessaire d'examiner, dans certains cas, quel est le résultat de cette double tendance, de dégager si même ce résultat ne peut pas être différent suivant l'intensité des phénomènes.

Une des causes le plus souvent citées parmi celles qui augmentent l'offre des capitaux et, par suite, tendent à faire baisser le taux de l'intérêt, est l'intensité croissante de l'épargne.

On distingue habituellement deux sortes d'épargne. Tantôt les épargnants économisent dans le but d'accroître leur fortune, de donner à leurs enfants une instruction sérieuse et de leur permettre ainsi de s'assurer une situation indépendante qui leur facilitera le choix d'une profession. Il semble indiscutable que ce sentiment soit le motif de l'épargne dans les classes moyennes.

« Que les hommes travaillent et épargnent principalement par le souci de leur famille et non d'eux-mêmes, cela est prouvé par ce fait que rarement ils dépensent,

après qu'ils se sont retirés de la carrière, plus que le revenu qui leur vient de leurs économies, préférant laisser intacte une richesse accumulée pour leur famille..... Un homme ne peut avoir de plus fort stimulant à l'énergie et à l'entreprise que l'espoir de s'élever dans la vie, et de laisser ses enfants partir d'un degré de l'échelle sociale plus haut que celui de ses débuts à lui-même..... (1). »

Ceux qui épargnent ainsi pour leurs enfants espèrent que ceux-ci accroîtront à leur tour cette fortune pour la transmettre à leurs descendants.

Il y aura donc ainsi, par cette superposition d'épargnes, une accumulation constante et définitive de capitaux qui agira sur l'offre et fera baisser le taux de l'intérêt.

Il y a un autre genre d'épargne qui n'a pas, au point de vue des variations du taux de l'intérêt, la même importance que le précédent. Le mobile qui pousse certains hommes à épargner peut être, en effet, non plus de constituer un capital à ses enfants, mais de s'assurer des moyens d'existence pour le moment où l'âge, la maladie ou un accident leur rendront tout travail impossible ; l'intention de l'épargnant est donc d'accumuler des réserves pour les dépenser plus tard. Ce ne sera pas une cause durable d'accroissement de l'offre et par suite de baisse du taux de l'intérêt puisque l'accumulation de capitaux n'est que momentanée.

Ainsi donc, l'intensité de l'épargne est une des principales causes des variations du taux de l'intérêt, mais, et c'est ce qui rend le phénomène complexe, le taux de l'intérêt agit également sur l'épargne. Il est assez naturel, en effet, comme le montre M. Paul Leroy-Beau-

(1) Alfred Marshall, *Elements of Economics of Industry*,

lieu (1), qu'un intérêt régulier de 4 à 5 0/0, dans des conditions de sécurité suffisantes, suscite plus d'épargnes et surtout plus de placements, c'est - à - dire de transformations des épargnes en capitaux, qu'un intérêt de 2 ou 2 1/2 0/0. Nous avons montré, au début de cette étude, que les valeurs de premier ordre rapportaient, il y a 40 ans, 5 0/0 environ, et que ce taux est tombé aujourd'hui à 3 1/2 0/0. Il va de soi que cette baisse sensible du loyer de l'argent a pu décourager, non pas tant les épargnes qui ont pour objet d'assurer l'existence dans un âge avancé, mais celles des pères de famille qui économisent pour arrondir la fortune qu'ils comptent laisser à leurs enfants. Dans le premier cas, en effet, l'intérêt n'est qu'un accessoire, important sans doute ; mais un faible taux de placement n'empêcherait pas de songer à ses besoins futurs ; dans le deuxième, au contraire, c'est le revenu que l'on considère et il est de plus en plus difficile à constituer à mesure que s'abaisse le taux de l'intérêt.

Le taux de l'intérêt est donc à la fois une cause et une conséquence de l'épargne. Mais celle-ci est influencée par d'autres phénomènes, notamment par le développement de l'esprit de prévoyance et des institutions qui s'y rattachent. C'est là, croyons-nous, une des causes principales de l'accumulation des capitaux dans la seconde moitié du xix^e siècle. Sans doute, la France ne vient pas au premier rang pour le montant des fonds déposés dans les caisses d'épargne ; d'après M. Gide, elle ne viendrait même qu'au septième si l'on compare le nombre des déposants au chiffre de la population (2). Mais, comme

(1) *Econ. polit.*, III, 401.

(2) Gide, *Economie sociale*, p. 377.

le dit M. Gide, la comparaison entre les différents pays est difficile à établir, car, d'une part, le maximum des dépôts reçus dans les caisses d'épargne est, en France, inférieur à celui de beaucoup d'autres pays ; d'autre part, les institutions de prévoyance empêchent ou au moins ralentissent dans certains pays la prospérité des caisses. C'est nous semble-t-il, le cas de la France, où le développement des caisses de retraite, des mutualités a été considérable depuis trente ans.

La statistique donnée par le rapport officiel sur les opérations des caisses d'épargne en 1905 fait ressortir leur diminution d'activité depuis quelques années (1).

Années	Versements (millions)	Remboursements et achats de rentes (millions)	Nombre de livrets au 31 déc	Solde dû aux déposants (31 déc.) (millions)
1882 . . .	817.4	492.3	4.645.000	1.802.5
1885 . . .	801.3	663.2	5.630.000	2.365.5
1890 . . .	1.131.4	947.6	7.266.000	3.325.2
1895 . . .	1.237.7	1.212	8.984.000	4.148.9
1900 . . .	1.186.9	1.396.9	10.680.000	4.274.3
1901 . . .	1.192.9	1.163.6	11.051.000	4.429.4
1902 . . .	1.150.8	1.330.3	11.298.000	4.389.8
1903 . . .	1.083.5	1.307.3	11.469.000	4.305.7
1904 . . .	1.139.1	1.148.9	11.767.000	4.433.5
1905 . . .	1.237.1	1.163.2	12.134.000	4.654.8

L'accumulation de capitaux par les sociétés de secours mutuels a été proportionnellement plus rapide. La fortune de ces sociétés s'élevait, en effet :

En 1870 à	62.170.984 francs.
1890.	173.472.411 —
1898.	278.855.397 —
1905.	426.000.000 —
1906.	500.000.000 —

(1) *Journ. off.*, annexe, 7 juillet 1907, p. 618. Ces chiffres concernent la caisse nationale d'épargne et les caisses d'épargne ordinaires réunies,

On évalue, en général, à 2 milliards le montant approximatif des épargnes annuelles en France sur un revenu total de 25 à 30 milliards (1). L'épargne est donc bien une des causes principales qui agissent de nos jours sur l'offre des capitaux.

On s'est demandé si les découvertes de mines d'or, et l'accroissement considérable du stock monétaire qui en était résulté depuis une trentaine d'années, n'avaient pas été une des raisons de l'avilissement du taux de l'intérêt. On a, en général, répondu par la négative. Prise isolément, dit-on, la quantité de métal précieux qui se trouve dans un pays est sans influence directe sur le taux de l'intérêt. « On ne comprend en aucune sorte, écrit M. Baudrillart (2), comment l'emprunteur pourrait arguer de l'augmentation de la monnaie pour payer un intérêt moindre. Le prêteur serait en droit de répondre que si la monnaie s'est dépréciée à titre de somme prêtée, il est clair que la dépréciation portera également sur la portion qui est restituée à titre d'intérêt. Supposez que 100 francs n'achètent plus autant qu'achetaient naguère 50 francs, il est certain que 5 francs représentant l'intérêt n'achèteront plus ce qu'achetaient 2 fr. 50 avant la dépréciation. Encombrez tant que vous voudrez le marché d'or et d'argent, la proportion de 5 à 100 restera la même. Le rapport n'ayant pas changé, on ne conçoit pas comment le loyer d'un capital dût être modifié d'une manière quelconque. »

Il nous semble y avoir quelque exagération dans cette manière de voir, exprimée d'ailleurs vers 1872, époque à

(1) Voir, pour l'importance de l'épargne annuelle en France, l'*Economiste français* du 31 août 1907.

(2) *Manuel d'économie politique*, 3^e éd., p. 375.

laquelle la production annuelle d'or dans le monde n'était que d'environ 600 millions de francs, alors qu'elle est maintenant supérieure à deux milliards. Voici, du reste, les chiffres de cette production depuis 1860 :

Années	Valeur en millions de fr. (1)
1861-1870	554.5
1871-1880	585.5
1881-1890	557.1
1891-1900	1.088.9
1901	1.352.6
1902	1.537.9
1903	1.698.4
1904	1.798.8
1905	1.953.4
1906	2.075.6
1907.	2.089 (2).

De son côté, la production de l'argent a progressé de 440 millions de francs en 1871, à 1.232 millions en 1905.

Les quantités existantes de ces deux métaux se sont donc profondément modifiées et l'on semble fondé à douter que l'éminent économiste eût intégralement maintenu sa théorie, s'il avait pu prévoir que le phénomène se produirait avec une pareille intensité.

Tout d'abord, une distinction est à faire entre l'or et l'argent qui seront employés dans l'industrie et l'or et l'argent destinés à être utilisés comme monnaie.

Dans le premier cas, l'abondance de l'extraction augmente l'ensemble des capitaux productifs et par consé-

(1) Les chiffres jusqu'en 1906 inclusivement sont extraits du rapport adressé au ministère des finances par l'administration des monnaies et médailles. Le chiffre de 1907 est donné par l'*Engineering and Mining Journal*, de New-York.

(2) Dont 666 millions provenant du Transvaal, 464 des Etats-Unis, 389 d'Australie.

quent de l'offre ; ce sera par suite une cause de diminution du taux de l'intérêt. L'exploitation de plus en plus active des mines ne déprécie pas l'intérêt parce qu'il y a plus grande production d'un métal précieux que l'on transforme en monnaie, elle pèse sur lui parce qu'elle augmente la masse des capitaux productifs.

Mais les qualités industrielles de l'or, pour laisser de côté l'argent qui, presque partout, n'a plus aujourd'hui qu'un pouvoir libérateur limité, le cèdent de beaucoup à ses qualités monétaires ; c'est donc sous ce dernier rapport qu'il y a surtout lieu d'envisager l'action de son afflux en plus ou moins grande abondance. L'augmentation de la monnaie ne peut que contribuer à faciliter les échanges, à développer le commerce et l'industrie et est par cela même une cause d'abaissement du taux de l'intérêt. Lorsque le numéraire afflue dans leurs caisses, les banques se montrent de plus en plus faciles pour leurs escomptes et si le taux de l'escompte n'est pas soumis entièrement aux mêmes lois économiques que le taux de l'intérêt, il n'en est pas moins vrai que, par les reports qu'il règle jusqu'à un certain point et par les facilités plus ou moins grandes qu'il donne à la spéculation, il réagit sur les valeurs de Bourse qui se trouvent poussées à des prix de plus en plus élevés, surenchère constante qui a pour conséquence les conversions de dettes publiques ou d'emprunts de grandes sociétés, en un mot la diminution du taux de l'intérêt.

En résumé, nous dirons, avec M. Leroy-Beaulieu, qu'il serait aussi peu exact de nier l'influence de la plus ou moins grande abondance des métaux précieux sur les variations du taux de l'intérêt que d'en faire leur seule et unique cause. Nous croyons que l'afflux sur le marché

d'une quantité toujours croissante de monnaie n'a pas qu'une influence momentanée sur le loyer des capitaux. Une production annuelle d'or de 2 milliards trouve sans doute facilement son emploi, en temps de prospérité, dans les diverses branches de la production, mais il semble qu'une pareille abondance de monnaie, depuis une vingtaine d'années surtout, n'a pu être absorbée complètement par l'industrie et a dû peser sensiblement sur le marché des capitaux en quête de placement.

II. — *Sécurité plus grande des transactions.*

Une deuxième cause de la baisse du taux de l'intérêt réside dans la sécurité plus grande des transactions. Nous ne nous y arrêterons pas, parce que, d'une part, elle est indiscutable, d'autre part, elle ne nous paraît pas avoir joué un grand rôle dans la diminution du loyer des capitaux depuis un demi-siècle. Si l'insécurité des transactions influence encore le taux de l'intérêt dans des pays peu civilisés, elle n'entre plus en ligne de compte à l'heure actuelle en France.

Les deux premières causes de réduction de l'intérêt que nous venons de citer sont avantageuses à la société ; il en est différemment de la troisième que nous allons étudier et qui est considérée par certains auteurs comme la plus énergique (1), à savoir : la moindre productivité des capitaux nouvellement créés au delà d'une certaine limite.

III. — *Diminution de productivité des capitaux nouvellement créés.*

A. — *Dans l'agriculture.*

C'est un fait universellement constaté que les améliora-

(1) Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, 457.

tions agricoles augmentent d'une manière absolue le revenu du propriétaire, mais en diminuent la proportion avec la valeur de l'ensemble des produits. Les premiers capitaux consacrés à l'amélioration d'une terre sont plus rémunérateurs que ceux postérieurement employés. Un agriculteur peut accroître le rendement de son champ, mais il ne le peut qu'au prix d'un travail croissant, de sorte qu'il arrive un moment où le résultat obtenu ne serait plus en rapport avec l'effort exercé. Pour doubler le produit, il faudrait tripler, quadrupler le travail et les frais. En un mot, l'expérience a démontré que plus la culture est perfectionnée, plus sont relativement considérables les dépenses qu'il faut faire sous forme d'amendements, d'engrais, de main-d'œuvre ; c'est ce qu'on a appelé la loi du rendement non proportionnel.

Comme nous l'avons montré en étudiant le revenu de la propriété foncière, le produit brut agricole s'élevait, en 1850, à 5 milliards et le produit net à 1.824 millions ; en 1900, ces chiffres étaient respectivement de 10 milliards et 2.400 millions. Le propriétaire a donc vu en 50 ans sa part nette réduite de 36 0/0 à 24 0/0 ; il a été obligé, pour augmenter son revenu net, d'accroître considérablement la quantité de capitaux incorporés au sol (1).

(1) Nous avons constaté, dans la première partie de ce travail, que le revenu net de la terre pour 100 fr. de valeur vénale était passé de 2,75 à 3,20 0/0 de 1874 à 1900. Il n'en résulte pas que les capitaux nouvellement incorporés soient plus productifs que les anciens. Si, en effet, le revenu net a augmenté, c'est parce que la valeur en capital des terres a sensiblement diminué (plus rapidement que le revenu, comme nous l'avons montré page 5), quoique les sacrifices et les efforts du propriétaire foncier, loin de se ralentir, aient redoublé d'intensité.

B. — *Dans l'industrie et les transports.*

Les revenus des capitaux industriels tendent à diminuer comme ceux des capitaux fonciers.

Les marchés ne sont plus aujourd'hui aussi restreints que dans la première moitié du xix^e siècle. Le développement des voies de communication et les progrès du machinisme ont permis aux pays pourvus de capitaux, et qui ont su transformer rapidement leur outillage mécanique, d'alimenter de produits fabriqués les pays étrangers. De là une source d'emploi très fructueux des capitaux. C'était le cas de la France et de l'Angleterre vers 1850-1860.

Mais, peu à peu, la suprématie incontestée que la France s'était assurée pour la soie, l'Angleterre pour le coton, disparaît au profit de l'Italie, des Etats-Unis, de l'Allemagne. De plus en plus, chaque pays cherche, non seulement à réserver son propre marché à ses producteurs, mais à se créer des débouchés au dehors.

Plus la société se développe en civilisation, c'est-à-dire profite déjà de nombreux avantages, plus il devient difficile de lui en apporter de nouveaux qui soient considérables et, en même temps, moins les travaux qui restent à faire, simples travaux de complément, offrent de productivité. Après les grandes transformations industrielles du milieu du xix^e siècle, qui nécessitèrent de nombreux capitaux, la concurrence des capitaux sans emploi vint diminuer leur profit et les condamner à des entreprises peu rémunératrices. On en a un exemple dans l'infériorité de rendement des second et troisième réseaux de nos chemins de fer relativement aux grandes artères.

« Quand les œuvres maîtresses de la civilisation, dit

M. Leroy-Beaulieu, sont très avancées, eu égard aux connaissances techniques d'une époque, tout nouvel accroissement de capital a des chances d'être moins productif que ses précédents emplois (1). »

Toutes les découvertes du XIX^e siècle qui ont étendu les marchés, transformé les conditions de la production, amené l'abondance et le bas prix des produits, ont donc contribué en fin d'analyse à l'abaissement du revenu des capitaux industriels.

« Voués à la portion congrue par l'improductivité relative des entreprises actuelles, dit M. Cheysson, les capitaux se détournent des affaires nouvelles et cherchent des placements de tout repos, contribuant ainsi à consolider et à accentuer encore la baisse de l'intérêt. »

Les industries où la concurrence est étendue sont aujourd'hui bien plus nombreuses qu'il y a 40 ans, et, en raison même de la concurrence, les bénéfices qu'elles donnent sont restreints ; or, moins les bénéfices sont élevés, moins les capitaux sont recherchés et par suite plus faible est le taux de l'intérêt.

C. — *Dans le commerce.*

L'échange est le premier des mécanismes imaginés par l'homme à l'effet de produire plus, mieux et à moins de frais. Dans une même contrée, à plus forte raison dans des pays différents, il y a des terres très fertiles en grains, d'autres ne sont bonnes qu'en pâturages, d'autres sont surtout propres à la vigne, d'autres ne peuvent produire que des bois. Une variété semblable s'observe pour les produits de l'industrie. Prenant à un endroit les

(1) Sur la différence de productivité des capitaux nouvellement formés, Voir Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, 132 sq.

marchandises agricoles ou industrielles qui sont en excès, pour les transporter là où elles font défaut, le commerce agit comme s'il accroissait la masse des capitaux, car il en augmente l'utilité.

Le développement du commerce doit donc produire la baisse du taux de l'intérêt. D'ailleurs, il consomme par lui-même peu de capitaux ; et même, au point de vue du capital monnaie, il tend à réduire de plus en plus l'emploi des métaux précieux comme intermédiaires en développant l'usage du papier de commerce (1).

La Hollande, au XVIII^e siècle, possédait presque le monopole du commerce ; le taux de l'intérêt y était de 3 0/0 environ, au lieu de 7 0/0 en France. L'Angleterre, qui détient encore la suprématie maritime, a vu ses Consolidés rapporter 2 1/4 0/0 il y a quelques années. Il en est ainsi, à un moindre degré, en France. Les grands pays commerciaux trouvant dans le négoce une source de bénéfices considérables, l'offre de capitaux y croît rapidement, ce qui explique le taux très faible de l'intérêt que l'on y constate.

L'influence du commerce sur le taux de l'intérêt tend d'ailleurs à diminuer ; nous montrons, en effet, plus loin, que les capitaux émigrent bien plus facilement qu'autrefois d'un pays dans un autre (2).

SECTION II. — Facteurs qui ont tendu à l'élévation du taux de l'intérêt.

Si, d'une façon générale, il y a lieu d'admettre que, par l'enrichissement des sociétés humaines et l'accroisse-

(1) Saugrain, *Des variations du taux de l'intérêt*.

(2) P. 78-80.

ment des capitaux qui en résulte, il existe une tendance à la baisse du taux de l'intérêt, il n'en est pas moins vrai que cette décroissance est fréquemment entravée par des événements politiques et économiques qui réagissent en sens contraire, élèvent le loyer des capitaux ou en ralentissent la chute.

I. — *Progrès industriels.*

Les perfectionnements de l'industrie sont un de ces phénomènes complexes que nous signalions (1) et qui agissent à la fois sur l'offre et la demande des capitaux. Des économistes, comme M. Paul Leroy-Beaulieu, classent les progrès industriels parmi les causes d'élévation du taux de l'intérêt ; et cependant il semble au premier abord que ces progrès doivent avoir pour conséquence d'augmenter l'offre des capitaux, ce qui conduirait à une conclusion contraire.

L'application de la vapeur à l'industrie, aux transports terrestres et maritimes a provoqué, vers le milieu du XIX^e siècle, un appel considérable de capitaux. Pendant la fin du siècle dernier, qui nous occupe particulièrement, et surtout depuis quinze ans, l'électricité et l'automobilisme ont nécessité un renouvellement complet de l'outillage industriel et une transformation importante de capitaux circulants en capitaux fixes. C'est, à notre avis, une des causes, mais non la principale, de l'élévation légère du taux de l'intérêt depuis 1897 (2).

Mais cette influence des progrès industriels dans le sens de la hausse de l'intérêt a sa contre-partie. Au

(1) P. 64.

(2) C'est l'opinion de M. Paul Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, 4^e édit., t. II, p. 112, note.

bout d'une certaine période, plus ou moins longue, la demande de capitaux par l'industrie tend à diminuer puisque l'outillage est renouvelé ; d'autre part, la production s'étant accrue, l'offre de capitaux doit augmenter et le taux de l'intérêt doit tendre à baisser. Lorsque l'industriel aura amorti le capital emprunté pour renouveler son matériel, ce capital sera revenu sur le marché ; il y sera même revenu avant, car, tout progrès industriel se traduisant par une diminution des prix de vente, les consommateurs auront eu plus grande facilité pour épargner (1). L'épargne augmentera donc, et elle produira l'effet que nous avons précédemment examiné. De son côté, l'industriel, s'il n'est pas, par une découverte nouvelle, mis dans l'obligation de renouveler son outillage, pourra épargner les sommes qu'il réservait d'abord à l'amortissement. Ainsi, du côté de l'industriel comme de celui du consommateur, il y aura offre de capitaux ; et cet accroissement de l'offre viendra, au bout d'un certain temps, contrebalancer l'augmentation de la demande que nous avons constatée. Finalement donc, il y aura baisse du taux de l'intérêt, à moins que les inventions nécessitant de grands emplois de capitaux ne se succèdent rapidement. Et nous croyons pouvoir dire que le taux de l'intérêt aurait continué à baisser dans ces dernières années sans l'apparition d'une nouvelle force industrielle, l'électricité, — qui changera peut-être moins profondément le monde que ne l'a fait la vapeur, mais

(1) Il peut arriver, il est vrai, si la réduction des prix de vente porte sur des objets destinés à des consommations improductives, qu'il y ait une certaine destruction de capitaux. Les consommateurs n'augmenteront pas leurs épargnes ; mais l'industriel pourra toujours faire des offres de capitaux lorsqu'il aura reconstitué les siens.

qui cependant a déjà été l'objet d'applications très étendues, — sans le développement de l'automobilisme, qui paraît de nature à transformer la circulation des villes et des campagnes.

II. — *Emigration des capitaux vers les pays neufs.*

Une deuxième cause occasionnelle du relèvement du taux de l'intérêt est l'exportation des capitaux dans les pays encore insuffisamment développés au point de vue économique. Le monde est encore loin d'être acquis en entier à la civilisation européenne. Des quantités énormes de capitaux quittent chaque année l'Angleterre et la France pour mettre en œuvre les ressources de l'immense empire colonial de ces deux pays, pour exploiter les terres nouvelles de la République Argentine et de l'Australie, pour reconstituer les forces militaires et économiques de la Russie et du Japon.

Non seulement les colonies étendent le cercle d'activité industrielle et commerciale des vieux pays, mais elles offrent de grands avantages au point de vue de l'accroissement de richesse amené par le fonctionnement normal du capital.

Le rendement des capitaux dans les pays neufs dépasse, en effet, de beaucoup celui que l'on peut obtenir dans les pays anciens comme le nôtre. L'intérêt de l'argent n'est pas le plus haut dans les pays les plus riches, mais dans ceux, comme les Etats-Unis, où l'impulsion industrielle et commerciale est la plus rapide.

L'émigration des capitaux se fait sous des formes très diverses, par le pécule qu'emportent les émigrants, par les sommes que les industriels ou commerçants emploient à fonder des établissements à l'étranger, par la

commandite que nos grandes maisons envoient à leurs clients lointains, enfin par des souscriptions aux emprunts des gouvernements étrangers ; cette dernière forme d'émigration des capitaux est de beaucoup la principale en ce qui concerne la France.

Notre pays possède aujourd'hui de 26 à 27 milliards de créances productives sur l'étranger et en tire chaque année au moins un milliard de revenu net, sans parler de l'influence politique que procure une créance aussi considérable. Seule l'Angleterre nous dépasse pour les placements de capitaux au dehors : elle possède 50 milliards de valeurs étrangères. C'est pour la plus grande part en France et en Angleterre que les emprunts russes et japonais ont été émis. Il circule actuellement sur notre marché pour 10 milliards au moins de valeurs russes (1).

La possession d'un pareil stock de valeurs mobilières étrangères constitue, aux heures de besoins monétaires, une réserve précieuse ; le rapport de M. Léon Say sur le paiement de l'indemnité de guerre de 1870 contient à cet égard une inoubliable leçon. En outre, une masse de numéraire, ou son équivalent en marchandises, nous est due pour le paiement des coupons. Non seulement le pays en général y gagne en ce que c'est impunément au point de vue monétaire que nos importations dépassent nos exportations, mais encore nos commerçants et in-

(1) Un nouvel emprunt russe de 1 milliard sera sans doute émis en 1908 sur le marché de Paris.

L'emprunt allemand 4 0/0 de 850 millions de marks (dont 250 pour l'Empire et 600 pour la Prusse) émis en avril 1908, a été placé sur le marché allemand. Mais il ne semble pas douteux que les capitaux français y ont participé dans une certaine mesure par les souscriptions de grandes maisons de banque.

dustriels qui ont des paiements à faire à l'extérieur jouissent de changes favorables.

Une situation toute contraire résulterait de notre abstention d'envois de capitaux au dehors. Laissés en France, ces capitaux auraient surélevé le prix des valeurs nationales : leur exportation constitue, par suite, au moins un obstacle à la baisse du taux de l'intérêt sur notre marché si elle n'en provoque pas la hausse.

Observons, en terminant, que si l'émigration de nos capitaux amène une hausse de l'intérêt en France, elle entraîne une baisse dans le pays où ils ont été placés. Les déplacements de capitaux tendent donc à uniformiser le taux de l'intérêt dans les différents pays, et la diminution de l'intensité de ses variations doit en résulter.

III. — *Perturbations politiques.*

Il est une troisième cause provoquant le relèvement du taux de l'intérêt : les perturbations politiques à l'intérieur et à l'extérieur.

Le simple pied de paix armée, sur lequel les nations européennes se maintiennent depuis quarante ans, a nécessité chez toutes des emprunts et des impôts qui ont servi à solder des dépenses improductives : armements, fortifications, nourriture des troupes.

Aux époques de désorganisation intérieure, les capitaux, prompts à s'alarmer aux premiers symptômes d'agitation publique, se cachent pour ne reparaitre que timidement au sortir des crises et ne se livrent qu'à des prix élevés (1).

(1) Michel Lacombe.

Pendant la guerre, l'épargne est très rare et ne compense pas la destruction de capitaux ; bien des familles, privées de leurs chefs, dépensent toutes leurs économies. Après la guerre, il faut reconstituer les armements ; d'où des emprunts et des impôts nouveaux qui font hausser le taux de l'intérêt.

Comme le montre M. Paul Leroy-Beaulieu (1), l'effet d'une guerre sur le taux de l'intérêt dans un pays ancien et riche n'est que passager ; mais cet effet est subit et toutes les valeurs sans exception baissent dans de fortes proportions.

L'exemple de l'année 1870 permet d'apprécier la répercussion d'une grande guerre sur les cours des valeurs.

En mai 1870, au moment du plébiscite, la rente 3 0/0 est cotée 75 francs ; le 1^{er} juillet, elle est à 72 fr. 65 ; le 19 juillet, jour de la déclaration de guerre, elle tombe à 65 fr. 10 ; le 29, elle clôture à 67 francs, c'est le plus haut cours coté pendant la guerre. En octobre 1870, le cours moyen de la rente n'est plus que de 52 fr. 50. Le 28 mars 1871, pendant la Commune, on enregistre le cours de 50 fr. 35. Ce fut le plus bas prix de la rente française depuis 1849 (2). Le taux de l'intérêt était donc monté, entre mai 1870 et mars 1871, de 4 0/0 à près de 6 0/0.

Cette baisse des cours n'est d'ailleurs pas spéciale à la rente ; elle s'étend à toutes les valeurs. Voici, en effet, les plus hauts et les plus bas cours des principales valeurs en 1870.

(1) Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, I, p. 258-262 ; II, p. 164 ; *Science des finances*, t. II.

(2) En 1849, la rente avait coté 44 fr. 70 ; le 5 avril 1848, 32 fr. 50.

	Plus haut	Plus bas
Paris 4 0/0 1865.	530 fr.	347 fr. 50
Foncières 3 0/0	525 »	375 »
Orléans 3 0/0.	360 »	250 »
Lyon 3 0/0	365 »	245 »
Nord 3 0/0	365 »	275 »
Omnibus 5 0/0	525 »	425 »
Crédit Lyonnais.	568 » 75	400 »

Les cours des meilleures valeurs ont donc baissé d'un tiers environ, et leur taux d'intérêt haussé par suite de 50 0/0 (1).

Le relèvement fut d'ailleurs rapide. L'emprunt de 2 milliards, en 1871, fut conclu en 5 0/0 à 82 fr. 50, soit au taux de 6.66 0/0. L'emprunt de 3 milliards, en 1872, le fut en 5 0/0 à 84 fr. 50, soit au taux de 5.90 0/0. En mars 1877, la rente est déjà à 73 fr. 50, rapportant ainsi 4.10 0/0. Les événements du 16 mai, la guerre russo-turque la font reculer à 68 francs en mai 1877. C'est en juin 1878 que la rente atteint à nouveau le cours de 75 francs qu'elle avait connu en 1870. On peut donc évaluer l'effet de la guerre de 1870 sur le taux de l'intérêt à un recul d'environ huit ans.

A un moindre degré naturellement, toutes les perturbations politiques postérieures ont fait baisser les cours des valeurs :

L'expédition de Tunisie, la chute du ministère Gambetta, le krach de 1882, les campagnes du Tonkin et de Chine font baisser la rente 3 0/0 de 86 francs en 1880 à 77 francs environ en 1884. L'incident à la frontière allemande au début de 1887 la ramène momentanément de 83

(1) M. de Foville évalue à 30 milliards de francs les pertes infligées à la France par la guerre de 1870. *Economiste français* des 11 septembre, 23 octobre, 13 et 27 novembre 1880.

à 78 francs. La crise de boulangisme provoqua un mouvement d'arrêt dans la hausse très rapide de la rente de 1887 à 1892, année où elle atteignit le pair.

Depuis l'année 1897, qui marqua l'apogée de la baisse du taux de l'intérêt, les guerres n'ont influé sur ce dernier que par les émigrations de capitaux qu'elles ont provoquées. Les conflits gréco-turc, hispano-américain ne furent l'occasion que d'assez faibles emprunts sur le marché français. Il n'en a pas été de même de la guerre russo-japonaise : la Russie, en effet, a émis en 1906 un emprunt de 1200 millions ; le Japon en émit deux représentant au total près de 600 millions ; c'est donc une somme de 1.800 millions qui a été demandée en deux ans à l'épargne française pour solder une partie des frais de la guerre (1).

(1) L'emprunt russe 1906, de 1.200 millions, a été émis en titres 5 0/0 au taux de 88 0/0.

L'emprunt japonais 1905, de 300 millions, a été émis en 4 0/0 au taux de 89.90 0/0 ; le deuxième, en 1907, de 290.375.000 francs, en titres 5 0/0 au taux de 99 1/2 0/0.

CHAPITRE II

CAUSES SPÉCIALES DE VARIATION DU TAUX DE L'INTÉRÊT.

Nous avons supposé jusqu'ici, en étudiant les causes générales de variation du taux de l'intérêt, que tous les placements étaient semblables, qu'ils se faisaient dans les mêmes conditions de durée, de facilité, qu'ils supportaient tous les mêmes charges fiscales. Certaines causes spéciales viennent influencer sur le loyer des capitaux, tant mobiliers qu'immobiliers, et ce sont ces circonstances particulières que nous nous proposons d'examiner rapidement.

SECTION I. — Capitaux mobiliers.

I. — *Durée du prêt.*

Les prêts à long terme rapportent, en général, plus que ceux à court terme et la raison en est que la durée du prêt contribue beaucoup à la productivité du capital prêté (1). Si l'on emprunte pour plusieurs années, on a la possibilité de tenter une entreprise fructueuse, mais

(1) D'après M. P. Leroy-Beaulieu, quand la durée du prêt dépasse une période déterminée, 10, 15 ou 20 ans, l'intérêt peut, dans certaines circonstances, devenir moindre que pour les prêts de 5, 8 et 10 ans ; c'est lorsqu'il paraît résulter des faits récents et de toutes les circonstances présentes que le taux de l'intérêt aura une tendance à fléchir. *Economiste français*, 29 septembre 1894.

dont le résultat n'est pas immédiat. Une somme empruntée pour quelques mois seulement ne peut servir qu'à des opérations courantes, se résolvant en peu de temps et, par suite, de productivité généralement plus limitée ; le nombre des emplois auxquels peuvent être destinés les capitaux se trouve très réduit dès qu'on veut les conserver à disponibilité plus ou moins immédiate ; les très gros emprunteurs, comme les banques et l'Etat, sollicitent ces capitaux qu'ils se procurent moyennant un intérêt minime et qui leur sert de fonds de roulement.

Ces quelques explications donnent la raison du taux très faible d'intérêt servi par les banques à leurs déposants. Voici, par exemple, l'intérêt que le Crédit Lyonnais payait, en mars 1908, aux prêts à disponibilité :

Dépôts à vue	1/2 0/0
» de 3 à 6 mois.	1 0/0
» de 6 mois à 1 an.	2 0/0
» de 1 an et au-delà	3 0/0

On voit que le taux de l'intérêt s'élève avec la durée du prêt ; les établissements de crédit peuvent d'autant plus facilement utiliser les dépôts qu'on les leur laisse plus longtemps ; il est naturel que le prêteur ne demande que 1/2 0/0 de ses placements à vue puisque, à tout moment, il peut profiter des emplois rémunérateurs qui s'offrent à lui.

Le brièveté du prêt explique également le rendement minime des capitaux employés en achat de bons du Trésor : 1/2 0/0 à 2 0/0 pour les bons émis à partir du 3 avril 1908.

De même pour le taux de l'escompte qui, à la Banque de France, s'est maintenu, dans les vingt dernières an-

nées entre 2 et 3 0/0 (1). Il est vrai que le taux de l'escompte est souvent influencé par une cause spéciale, les nécessités du règlement des affaires avec l'étranger et le désir d'éviter l'exportation de l'or (2); c'est ce qui a élevé à 3,47 0/0 la moyenne du taux de l'escompte à la Banque pour l'année 1907.

Un meilleur exemple des variations du taux de l'intérêt pour les prêts à court terme peut être trouvé dans les reports. Nous avons vu que le taux moyen des reports avait été de 1,70 0/0 en 1904; 2,60 0/0 en 1905; 3,50 0/0 en 1906; 3,89 0/0 en 1907 (3).

II. — *Facilité des négociations.*

La facilité pour le prêteur de reprendre possession de sa chose si le besoin s'en fait sentir, la possibilité pour l'emprunteur de se procurer aisément des capitaux sont une autre cause de la différence qui doit exister entre les taux de placement des diverses sortes de capitaux.

Les valeurs mobilières remplissent précisément ces conditions et la facilité de leur négociation tient, comme l'a montré M. Leroy-Beaulieu, à l'existence des Bourses : « La création de Bourses où se négocient les titres de toutes sortes,...., exerce sur le taux de l'intérêt une influence déprimante. Atténuant la rigueur de la formule : « donner et retenir ne vaut », le marché toujours ouvert et, dans les pays prospères, toujours animé sur les engagements des principaux emprunteurs, fait que le prêteur, même à long terme, peut réaliser son prêt à chaque ins-

(1) Le minimum fut 2 0/0 en 1896 et 1897. Le maximum : 3,23 0/0 en 1900.

(2) Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, 116-117.

(3) Voir p. 47.

tant, et ordinairement sans perte, s'il se présente une circonstance imprévue qui lui rende utile de rentrer en possession de son capital. Aussi la disposition à prêter dans ces circonstances devient-elle beaucoup plus générale.... D'un autre côté, on établit une comparaison entre les prêts et engagements, de même qu'entre les valeurs (actions) qui jouissent d'un large marché, offrant de l'animation et de la stabilité, et les prêts, engagements, valeurs de toutes sortes qui, pour des raisons diverses, ne jouissent que d'un marché étroit et instable. On a de bien plus grandes chances, si le besoin s'en fait sentir, de réaliser sans perte les premiers titres que les seconds (1). »

Ainsi s'explique, d'une part, que le taux de capitalisation des rentes françaises, des obligations de la Ville de Paris, des Compagnies de chemins de fer et du Crédit Foncier soit moins élevé que celui de tous les autres titres ; d'autre part, que le rendement des valeurs mobilières, même de celles offrant des risques, soit inférieur à celui des immeubles.

Le porteur d'un titre mobilier aléatoire espère toujours pouvoir le céder au moment opportun, et l'impôt de transmission qu'il lui faudra payer est relativement minime ; la vente d'un immeuble est, au contraire, une opération longue et entraînant, au point de vue fiscal, des charges très lourdes.

Outre leur facilité de négociation en Bourse, les valeurs mobilières ont l'avantage de donner une plus-value de valeur en capital permettant aux porteurs de se contenter d'un intérêt minime.

Enfin, — sans parler de la facilité pour les capitaux

(1) Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, 129-130.

mobiliers d'éluder les droits de succession et l'impôt sur le revenu, — les valeurs mobilières sont plus aisément acceptées que les immeubles comme gage d'un emprunt. La Banque de France fait des avances sur titres au taux de 4 0/0 ; les prêts hypothécaires du Crédit Foncier se font à celui de 4.50 0/0.

III. — Importance de la somme prêtée.

Le taux de capitalisation est, en général, moins élevé pour les prêts de sommes importantes. Les prêteurs, en effet, préfèrent n'avoir qu'un petit nombre de débiteurs, pour simplifier leur travail de renseignement, de surveillance, de recouvrement ; d'autre part, les emprunteurs sont en moins grand nombre lorsqu'il s'agit de sommes importantes. L'offre est donc élevée eu égard à la demande, circonstance favorable à la réduction du taux de l'intérêt (1).

Mais, lorsqu'il s'agit de valeurs cotées en Bourse, la facilité de négociation et la concurrence de la masse des petits capitalistes font que les coupures de faibles sommes se capitalisent à un taux moins élevé que les autres. Voici, par exemple, les cours de quelques valeurs à la Bourse de Paris le 8 avril 1908 :

— Ville de Paris 1871, 3 0/0	404 fr. 50
» » » quarts.	105 » 25
» 1892, 2 1/2	372 »
» » » quarts.	101 »

(1) Ceci explique le taux très élevé des petits prêts aux Halles : les prêts de 5 francs, moyennant 0 fr. 25 par jour, rapportent au banquier qui les consent 1.800 0/0. Le risque, il est vrai, est considérable.

— Communales, 2,60 0/0 1879	472 fr. 50
» » cinquièmes	99 »
— Foncières 2,60 0/0 1885	454 »
» » » cinquièmes	98 » 75
— Extérieure espagnole :	
Coupures de 900 pesetas de rente	94 » 90
» 480 »	94 » 95
» 240 »	96 » 35
» 40 »	99 » 25

La différence des cours entre les petites et les grosses coupures est donc sinon importante, du moins appréciable, particulièrement sur les fonds espagnols.

IV. — Régime fiscal.

Une dernière cause, qui rend non immédiatement comparables entre eux les taux de capitalisation des diverses valeurs cotées en Bourse, est que ces dernières ne sont pas toutes soumises au même régime fiscal.

Certaines catégories de titres mobiliers jouissent d'une immunité fiscale : les créances chirographaires et hypothécaires sont entièrement exemptes ; la rente française ne supporte que pour 1/8 l'impôt sur les opérations de Bourse et n'est soumise à aucun des trois autres impôts qui frappent les valeurs mobilières (1).

Les titres étrangers sont assujettis à un régime différent : les fonds d'Etat n'acquittent que le droit de timbre au comptant de 2 0/0 ; les autres valeurs sont soumises aux mêmes impôts que les valeurs françaises.

(1) D'après la loi du 31 décembre 1907, article 8, le tarif de l'impôt sur les opérations de Bourse est de 0 fr. 10 0/00 ; il est réduit pour la rente à 0 fr. 125 0/00. Dans les opérations de reports, les tarifs sont de 0 fr. 00625 pour la rente ; 0 fr. 025 pour toutes les autres valeurs.

Une troisième catégorie est constituée par tous les autres titres, qui sont atteints par les quatre taxes d'enregistrement : droit de timbre, droit de transmission, impôt sur les opérations de Bourse, impôt sur le revenu.

Pour pouvoir comparer les taux de capitalisation de ces différentes catégories de titres, il faudrait retrancher les charges fiscales de ceux qui y sont soumis. L'immunité fiscale de la rente française est une raison, entre bien d'autres, pour laquelle cette valeur se capitalise au taux si bas de 3,16 0/0 ; le projet d'impôt sur le revenu, actuellement discuté à la Chambre, et qui frappe la rente, semble avoir été, au moins en partie, la cause de la baisse des cours depuis 1905 (1).

SECTION II. — Capitaux immobiliers.

Indépendamment des causes générales qui font varier le loyer du capital, il y a, pour les immeubles comme pour les capitaux mobiliers, des causes de variation spéciales.

Nous ne nous proposons pas d'étudier ici les variations de valeur des immeubles dans le temps, ni celles de la rente de la terre ; nous voulons seulement comparer les revenus à une époque déterminée d'immeubles de même valeur, et dégager les raisons pour lesquelles les biens immobiliers se capitalisent à un taux plus élevé que les biens mobiliers.

Le prêteur d'argent se dépossède de sa chose ; il court

(1) M. Krantz, dans son rapport sur les impôts directs pour l'exercice 1897, soutient que les variations de l'income-tax n'ont aucune influence sur les cours des consolidés anglais. *J. off., Doc. parl.*, 1896, annexe 1950, p. 467.

donc un risque considérable en raison de l'insolvabilité, toujours possible, de l'emprunteur. Au contraire, le prêteur d'un bien immobilier reste toujours propriétaire ; il peut donc, de ce fait, se contenter d'un loyer moindre s'il s'agit d'une maison, d'un fermage plus réduit s'il s'agit d'une terre (1).

Par contre, tandis que le capitaliste qui prête une somme d'argent doit être remboursé même dans le cas où l'emprunteur détruit cette dernière, le propriétaire d'un immeuble court à tout instant le risque de voir sa chose détruite par un cas fortuit, et, s'il veut éviter ce risque par une assurance, il est naturel qu'il élève ses loyers ou fermages.

De plus, il n'est pas aussi facile de louer une maison ou une terre que de placer ses fonds en titres mobiliers. En un mot, les chances de chômage des capitaux immobiliers sont très grandes, non pas tant pour les terres que pour les maisons. Ainsi s'explique le loyer très élevé des villas situées dans les stations balnéaires : le locataire doit payer, pour trois ou quatre mois de résidence, le même prix que s'il séjournait une année.

Le propriétaire doit également tenir compte dans ses loyers ou fermages des réparations qu'il devra faire à sa maison, des améliorations que demandera la terre. La prime d'amortissement, surtout lorsqu'il s'agit de maisons luxueuses, doit être élevée et réduit sensiblement le

(1) La supériorité des placements immobiliers est bien réduite aujourd'hui. Les prêts mobiliers sont mieux garantis ; aussi leur taux de capitalisation, qui s'élevait autrefois, dit M. d'Avenel, à 20 0/0 (au lieu de 10 0/0 pour les biens immeubles), est-il tombé à 3 et 4 0/0, inférieur par conséquent à celui des immeubles.

revenu net de 4 à 4 1/2 0/0 que nous avons dit être celui de la propriété bâtie.

On indique souvent une autre cause qui tendrait à rehausser le taux d'intérêt des capitaux immobiliers (1). Les propriétaires d'immeubles jouissant autrefois d'une considération particulière, beaucoup de capitalistes n'hésitaient pas à acquérir cette considération spéciale en sacrifiant une portion de revenu ; certains privilèges politiques leur étaient d'ailleurs accordés et, à l'époque des élections censitaires, il n'est pas douteux que le pouvoir électoral que donnait la possession des immeubles était en quelque sorte capitalisé et élevait les prix de vente. L'enquête immobilière la plus ancienne qui ait été faite, celle de 1850, indique qu'à cette époque la propriété bâtie rapportait seulement 3,70 0/0 et les terres 2,97 0/0. La guerre de 1870, comme le montre M. Leroy-Beaulieu (2), a amené l'abandon de la propriété foncière qui

(1) Saugrain, *Des variations du taux de l'intérêt*, p. 99.

(2) « La guerre de 1870 a considérablement développé en France le goût des placements mobiliers. Jadis les valeurs mobilières passaient pour fragiles et exposées à beaucoup de risques en cas de révolution ; les gens prudents préféraient les immeubles et surtout les terres. La guerre de 1870 a changé tout cela. Le gros du public s'est aperçu que, pendant la guerre, les intérêts des fonds publics et des obligations de chemins de fer étaient ponctuellement payés, que la négociation des titres était toujours possible, avec une certaine baisse sans doute, mais non pas avec une dépréciation énorme. Les propriétaires terriens, au contraire, ont eu à lutter contre toutes sortes de difficultés ; réquisitions, dégâts, suspension des fermages, rareté de plus en plus grande et exigences croissantes des fermiers. Il en est résulté que dans beaucoup de contrées les riches bourgeois eux-mêmes abandonnent les placements en terres qui leur donnent beaucoup d'embarras et qui ne leur procurent plus l'influence politique et la considération locale. Chacun préfère les paiements ponctuels des bonnes valeurs mobilières ; aussi l'écart

ne procure plus l'influence politique et la considération locale ; c'est une des raisons qui permettent d'expliquer pourquoi depuis 1850 le revenu de la propriété bâtie s'est élevé de 3,70 à 4,20 0/0 et celui des terres de 2,97 à 3,20 0/0.

entre les deux genres de placement tend à diminuer chaque jour. La capitalisation des revenus fonciers ruraux baisse et celle des revenus mobiliers hausse. Bientôt on ne fera plus de différence entre les fonds publics et la terre » (*Econ. français*, n° 30, 1878, p. 98).

CHAPITRE III

TAUX DE L'INTÉRÊT DANS L'AVENIR.

De l'étude qui précède, il résulte que trois causes principales tendent à faire baisser le taux de l'intérêt : l'abondance des capitaux, la sécurité plus grande des transactions, la diminution de productivité des capitaux nouveaux ; la première et la troisième nous paraissent expliquer la baisse de l'intérêt jusqu'en 1897, le rôle de la seconde n'ayant plus qu'une importance secondaire dans un pays civilisé comme le nôtre.

Des trois causes d'élévation de l'intérêt : les progrès industriels, l'émigration des capitaux, les perturbations politiques, ce sont les deux premières qui ont déterminé la hausse constatée depuis 1897.

Lesquelles de ces causes l'emporteront dans l'avenir ? Il est bien difficile d'en augurer. Y a-t-il dans le phénomène que nous avons constaté depuis quarante ans un simple accident social ? L'intérêt tend-il vers zéro, ou est-il destiné à s'élever et à s'abaisser tour à tour, sans jamais descendre au-dessous du chiffre de $2\frac{1}{2}$ à $3\frac{0}{0}$ que l'on a connu en 1897 et qui était déjà, au XVIII^e siècle, celui de la Hollande ?

Il nous semble que le progrès économique ne peut que contribuer à développer les causes qui ont pour effet d'abaisser le taux de l'intérêt. Pendant une quarantaine d'années, les amortissements des emprunts émis au siècle

dernier vont introduire sur le marché une quantité de plus en plus considérable de capitaux. Les Compagnies de chemins de fer remboursent annuellement 170 millions aux porteurs de leurs titres. De 1907 à 1940, les obligations de la Ville de Paris 1865 et 1869, les obligations communales 1860, 1875 et 1879, les foncières 1863, 1877, 1879, pour ne citer que les émissions les plus importantes, seront amorties. En regard de cette offre croissante, il faudrait, pour éviter la baisse de l'intérêt, de nouvelles inventions, de nouveaux débouchés ; et ce ne serait peut-être là qu'un retard dans la baisse, car toute découverte est suivie d'une diminution de l'intérêt dans un avenir plus ou moins lointain.

Selon nous, les seules causes qui empêcheront l'avilissement du taux de l'intérêt doivent être cherchées dans l'accroissement des dépenses improductives faites par les Etats modernes pour leurs armements, dans le développement du luxe qu'entraînent les progrès de la civilisation, enfin dans le ralentissement de l'épargne qu'amènerait sans aucun doute un taux d'intérêt trop réduit. Quelle limite pouvons-nous fixer à l'abaissement du taux de l'intérêt ? C'est une question que trop d'économistes ont laissée sans réponse pour que nous essayions de la résoudre. Tout ce qu'il nous est permis de dire, c'est que l'intérêt ne disparaîtra pas tout à fait. Ce serait là, dit M. Michel Lacombe, une prévision paradoxale, que l'on a très justement comparée au raisonnement qui conclurait de la faculté qu'a l'homme de réduire sa nourriture à mesure que ses occupations deviennent plus élevées, qu'il finira par ne plus manger du tout.

TROISIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE LA BAISSÉ DU TAUX DE L'INTÉRÊT EN FRANCE DEPUIS 1870

Après avoir constaté le mouvement de baisse du taux de l'intérêt et en avoir indiqué les causes principales, il nous reste à en rechercher les conséquences.

Nous passerons successivement en revue les différents éléments de la situation sociale et économique d'un pays sur lesquels peuvent influer les variations du loyer du capital : les prix, les salaires, les revenus des capitalistes, ceux des sociétés d'assurances, des sociétés de secours mutuels et des caisses de retraites.

CHAPITRE PREMIER

LES PRIX.

L'extraordinaire relèvement des prix, en général, après la découverte et la conquête du Nouveau Monde, fut la conséquence directe de la moins-value que subirent alors les métaux précieux. Au xv^e siècle, l'Europe n'avait plus à sa disposition qu'un stock d'argent et d'or de moins d'un milliard. Cette raréfaction du numéraire en avait fortifié d'autant la puissance acquisitive et jamais on ne vit les prix des marchandises descendre aussi bas. Ils s'élevèrent, au contraire, rapidement lorsque les navires espagnols amenèrent sur notre continent les produits des mines du Nouveau Monde. Sous le poids de ces richesses nouvelles, l'échelle des valeurs se déforma au grand préjudice des créanciers, au grand profit des débiteurs, puisque la même somme allait valoir moitié moins qu'avant.

Le xix^e siècle — et surtout la période postérieure à 1850, qui fait particulièrement l'objet de notre étude — a vu la production des métaux précieux grandir au-delà de toute prévision. Cette surabondance a provoqué la déchéance monétaire de l'argent ; quant à l'or, devenu en fait l'étalon unique de tous les grands Etats civilisés, la prodigieuse expansion du commerce en a jusqu'à présent soutenu le pouvoir. On dit souvent que « la vie renchérit tous les jours ». Il semble cependant que le per-

fectionnement des procédés de production doit tendre à rendre la vie moins coûteuse. L'expression seule du prix peut s'élever, parce que la valeur de la monnaie va diminuant si elle se multiplie trop rapidement ; le prix des marchandises n'étant, en effet, autre chose que l'expression du rapport entre leur abondance et celle de la monnaie contre laquelle elles s'échangent.

Ce n'est pas la monnaie effective seule qui influence les prix, c'est aussi le crédit. Quand ce pouvoir d'acquiescer est largement accordé par les détenteurs d'objets destinés à la vente, les prix ont tendance à s'élever, la demande en augmentant ; quand le crédit se resserre, les prix ont tendance à baisser, car la demande se raréfie.

Tant que l'échange n'est pas accompli, il y a une offre et une demande de prix, il n'y a pas encore de prix réel ; celui-ci n'existe qu'après l'échange effectué. Les prix sont donc infiniment variables ; et ces variations ne sont pas l'effet du hasard, mais résultent de la loi qui régit l'univers économique. Le prix, à son tour, détermine la production et la consommation ; ses oscillations portent à produire davantage ou à produire moins, accélèrent ou ralentissent l'écoulement des marchandises. Si le prix rémunère largement l'entrepreneur, celui-ci multiplie sa production ; de même le consommateur augmente ses achats si le sacrifice qu'on lui demande est en rapport avec la satisfaction qu'il recherche, il les restreint si le sacrifice lui paraît dépasser son besoin ou son désir.

Les variations générales des prix affectent d'ailleurs d'une manière inégale les différentes espèces de marchandises. Les produits destinés à une consommation immédiate et nécessaire, comme les produits alimentaires, n'éprouvent pas ordinairement de dépréciation sen-

sible, parce que, l'acheteur n'étant pas libre d'attendre, il suffit que les approvisionnements se ralentissent pour que leurs prix se maintiennent en équilibre avec celui des capitaux disponibles. Les marchandises d'une consommation plus lente et plus facultative, comme les vêtements, sont plus affectées, parce que, si leur acquisition peut rester quelque temps interrompue, elle ne peut l'être pendant longtemps et complètement. Il en est autrement des immeubles, qui offrent un placement purement facultatif, avec une aptitude non pas générale mais spéciale. Il n'y a pas d'acheteurs forcés pour les immeubles, comme il y en a pour les produits alimentaires et les vêtements, et il n'y a qu'un petit nombre d'acheteurs possibles de propriétés urbaines ou rurales.

Nous allons examiner successivement l'action de la baisse du taux de l'intérêt sur les loyers, les produits manufacturés et les produits agricoles (1).

(1) Dans la session de 1906 de l'Association britannique pour l'avancement des sciences, le professeur Wicksell, dont M. Arthur Raffalovich rapporte la théorie, a traité la question de l'influence du taux de l'intérêt sur les prix. Il ne distingue pas, comme nous le faisons, les loyers, les produits manufacturés et agricoles. « Le taux d'intérêt, dit-il, agit sur les prix non pas par son élévation absolue, mais par son élévation relative, en proportion du taux de profit sur le capital, les prix haussant lorsque le taux d'intérêt de l'argent est modéré en proportion des bénéfices moyens, et baissant dans le cas contraire. Il y a généralement une différence entre le taux d'intérêt et le taux de profit, non pas parce que le taux de bénéfice demeure constant et l'intérêt sur l'argent hausse ou baisse spontanément, mais par les modifications inévitables dans le taux des bénéfices eux-mêmes qui sont suivies — mais non pas rapidement — de changements semblables dans le taux d'intérêt. »

SECTION I. — Les loyers.

La question du logement, dit M. Gide, est d'autant plus inquiétante que tous les progrès de la civilisation, qui concourent à faciliter la satisfaction de tous les autres besoins, semblent conspirer à l'inverse pour rendre celle-ci plus difficile et plus onéreuse.

C'est avec raison, en effet, que l'on parle de la hausse constante des loyers depuis un siècle. Mais on devrait ajouter que les exigences des occupants ont augmenté : on ne se contente plus des installations d'autrefois, on veut un logement plus confortable et plus vaste. Le coût des matériaux de constructions, en effet, n'a que peu progressé, et la raison en est simple : les moyens de transport, qui influent sensiblement sur le prix des matériaux, se sont perfectionnés ; on se sert couramment de machines pour le chargement et le déchargement des pierres destinées à la construction, et pour leur élévation aux divers étages. Cependant, la diminution du prix des loyers n'en est pas résultée. Voici, en effet, tel que l'évaluent les enquêtes de la statistique générale de la France et de l'Office du travail, la dépense de logement d'une famille ouvrière de quatre personnes :

Périodes décennales	Coût du logement
1804-1813	80 francs
1814-1823	90 »
1824-1833	100 »
1834-1843	110 »
1844-1853	120 »
1854-1863	170 »
1864-1873	220 »
1874-1883	270 »
1884-1893	320 »
1894-1903	350 »

Si, malgré l'intervention des machines dans la construction des maisons, le prix des loyers a si considérablement augmenté, cela tient à ce que les salaires des ouvriers ont, comme nous le verrons plus loin, à peu près doublé depuis soixante ans, en même temps que la hausse du prix des terrains et l'augmentation des impôts venaient compenser l'action de la diminution du taux de l'intérêt.

L'effet général de la baisse de l'intérêt est d'amener une baisse des prix. Spécialement en ce qui concerne le logement, plus l'intérêt est bas, plus les capitalistes sont portés à utiliser leurs disponibilités en constructions de maisons ; c'est ainsi que l'on a vu et que l'on voit s'élever un si grand nombre d'immeubles, dont beaucoup pour le compte de Compagnies d'assurances sur la vie, qui trouvent difficilement des emplois productifs pour leurs capitaux (1) ; ceux-ci se portant vers les placements en immeubles, la concurrence a pour effet d'abaisser les loyers, surtout dans les anciennes maisons moins bien agencées. Il est bien clair que si l'argent est à 5 0/0, il faut qu'une maison ayant coûté 100.000 francs à édifier rapporte net au propriétaire 5.000 francs, tandis que si l'intérêt de l'argent n'est que de 3 0/0, il suffit que cette maison produise 3.000 francs net pour que la construction en soit rémunératrice.

De la hausse des loyers dans certaines villes, il ne faut pas conclure à l'absence d'influence de la baisse de l'intérêt sur le prix des logements ; à notre sens, ce dernier eût plus que doublé depuis cinquante ans sans la baisse sensible du taux de l'intérêt.

(1) Les 15 Compagnies d'assurances à primes fixes possédaient en 1890 : 340 millions en immeubles, en 1906 : 564 millions.

L'amélioration et la multiplication des moyens de transport, rendues possibles par l'abondance des capitaux, a, nous l'avons dit, abaissé le prix de revient des constructions en réduisant le coût des matériaux ; elles exercent également une influence directe sur le prix des loyers dans les grandes villes, le bon marché des moyens de communication permettant à bien des personnes d'habiter à une certaine distance des points où elles ont leurs occupations.

SECTION II. — Les produits manufacturés.

Beaucoup d'écrivains, dit M. Paul Leroy-Beaulieu (1), attribuent à la « contraction monétaire » la baisse des prix qui s'est produite sur la généralité des marchandises depuis une trentaine d'années et notamment sur les articles manufacturés. Si cette cause était la principale, toutes les marchandises auraient dû baisser de prix dans des proportions sensiblement identiques. Or, si l'on examine les statistiques de l'Office du travail et celles du service de la statistique générale de la France, on constate que certaines marchandises, les salaires par exemple, ont haussé de prix ; d'autres ont baissé, notamment les articles manufacturés.

Selon nous, la baisse de prix des produits industriels depuis un demi-siècle résulte principalement de l'accroissement considérable de la production, des progrès de la navigation et de la diminution des frais de transport, enfin de la réduction sensible de la rémunération du capital.

(1) *Econ. polit.*, III, 308.

La baisse du taux de l'intérêt, que nous avons constatée dans la première partie de cette étude, n'a pu que faciliter aux industriels l'accroissement de leur production ; elle a permis également aux entreprises de transports maritimes de réduire leurs frets, rendant ainsi plus aisée l'importation des produits manufacturés des pays neufs ; aux compagnies de chemins de fer, elle a rendu possible l'abaissement de leurs tarifs. Enfin, une dernière influence de la réduction du taux de l'intérêt, qui se rattache en partie aux précédentes, est la tendance à la diminution du prix de revient des objets manufacturés, puisque dans ce prix il y a une part destinée à rémunérer le capital (1).

Jadis, chaque contrée vivait sur elle-même ; les marchés étaient circonscrits et appropriés ; mais, par suite des conditions économiques modernes, tous ces marchés locaux se sont fondus dans le marché universel. Longtemps l'Angleterre jouit d'une suprématie industrielle incontestée. Mais, depuis 1870, l'accroissement de la production a été considérable en France, en Allemagne, aux Etats-Unis. Aujourd'hui, tout le monde fabrique et tout le monde veut exporter ; les anciens marchés de consommation sont fermés, ceux qu'offrent les pays neufs sont âprement disputés. Cette politique, qui s'accroît partout, refoule sur eux-mêmes les pays qui avaient pris l'avance et leur inflige des crises de surproduction et d'avilissement des prix.

A mesure, en effet, que décroissent les possibilités de vendre, croissent les nécessités de produire, car la con-

(1) Pour les variations des prix de diverses marchandises depuis 1857, voir l'*Annuaire statistique de la France*, 26^e vol., 1906, p. 74 et suiv.

dition du succès c'est le bon marché et la grande production seule permet de travailler économiquement. Pour rémunérer les immenses outillages actuels, il faut les faire travailler sans relâche et, pour écouler la masse d'objets manufacturés ainsi obtenue, il est nécessaire de baisser les prix, parfois jusqu'au-dessous du prix de revient comme l'a fait un temps l'Allemagne.

Le grand essor industriel, qui a marqué les trente dernières années, semble avoir dépassé la capacité de consommation du marché mondial et obligé les pays qui l'escomptaient à chercher des mesures de défense. En Angleterre, M. Chamberlain a proposé de faire de ce pays et de ses colonies un vaste marché d'échanges fermé au reste du monde, mais qui se suffirait à lui-même, l'Angleterre fournissant les objets fabriqués, les colonies tous les produits d'alimentation. L'Allemagne a cherché sa défense dans les primes, les cartells et la limitation de la production au moyen d'ententes entre les fabricants.

Quant à la France, elle a moins souffert que l'Angleterre et l'Allemagne de l'accroissement de la production et de la concurrence des pays neufs qu'ont facilités l'abondance des capitaux et l'abaissement du taux de l'intérêt. Elle s'est, il est vrai, lancée avec moins d'ardeur que les autres pays dans la lutte industrielle. L'augmentation de la production n'en est pas moins importante et la diminution du prix des objets manufacturés très réelle. Faut-il chercher un remède à cette crise de surproduction dans la limitation de la journée de travail ? M. Méline n'est pas de cet avis dans son ouvrage : *Le retour à la terre et la surproduction industrielle*. Mais peut-être M. Méline paraîtra-t-il préconiser trop exclusivement la

solution où ses goûts l'inclinent (1) ? L'abondance de nos capitaux et le taux peu élevé de l'intérêt dans notre pays nous permettent de partager notre énergie entre la production industrielle et la production agricole et de trouver, un régime douanier libéral aidant, des débouchés auprès de la clientèle universelle.

Un taux d'intérêt de l'argent peu élevé est, en effet, pour un industriel un avantage pareil à celui que donne à l'agriculteur un sol plus fécond ; il facilite les nouvelles entreprises ; par lui l'esprit d'initiative et d'invention trouve plus aisément le concours financier sans lequel il resterait stérile ; le commerce et l'industrie voient leurs moyens d'action se multiplier et le travail devenir plus productif.

Nous indiquions enfin une autre cause de réduction des prix, sur laquelle il est inutile d'insister en raison de son évidence même : tous les articles manufacturés, dans le prix desquels entre une part destinée à rémunérer le capital, ont nécessairement une tendance à coûter moins cher puisque cette part diminue ; et la baisse du prix de revient, si elle n'est pas annulée par la hausse de la matière première et des salaires, permet à chacun d'accroître ses consommations et d'augmenter son bien-être.

SECTION III. — Les produits agricoles

Une abondance monétaire croissante est de nature à provoquer en France une moindre hausse sur la généralité des produits agricoles que sur plusieurs des prin-

(1) Comme l'indique le titre de son ouvrage, M. Méline propose comme remède à la surproduction industrielle non pas la limitation de la journée de travail, mais le « retour à la terre ».

cipaux produits industriels. Elle suscite des dépenses de premier établissement entraînant des demandes d'où découle le renchérissement des matériaux (métaux, charbon, etc...), qui sont presque tous des produits industriels, et cette progression des prix s'accroît par la hausse parallèle, à la Bourse, des titres mobiliers qui représentent ces industries.

Mais l'action des transactions de Bourse ne peut s'exercer qu'au profit des produits qui font l'objet de spéculations ou sont issus d'entreprises sur lesquelles se porte la spéculation ; or, peu de denrées agricoles remplissent ces conditions et, pour celles qui se traitent à terme, comme la laine, le coton, le blé, le sucre, l'alcool, le marché est irrégulier ; très actif en certaines saisons, il est beaucoup plus calme en d'autres. L'abondance monétaire (1) influe donc moins sur les prix des produits agricoles que sur ceux des objets manufacturés, sans les soustraire d'ailleurs à la solidarité générale qui les rattache les uns aux autres.

Les propriétaires de terres obtiendraient peut-être des revenus bruts un peu supérieurs ; mais leurs frais d'exploitation comprennent l'achat d'objets manufacturés et, ceux-ci renchérisant, il en résulterait une première aggravation de la dépense d'exploitation agricole. La hausse des produits industriels ne va pas sans une élévation du coût de la main-d'œuvre correspondante et celle-ci sans une hausse des salaires des ouvriers des champs, d'où une deuxième cause d'aggravation des frais de culture,

(1) Depuis 1895 au moins, on peut véritablement parler d'abondance monétaire puisque, à cette époque, la production annuelle de l'or était de 1 milliard environ et qu'elle a été, en 1907, de 2.089 millions.

et de ce double surcroît de dépense, insuffisamment compensé par une faible plus-value de la recette brute, semblerait devoir résulter une moins-value de la recette nette.

Par contre, la baisse du taux de l'intérêt, susceptible de contribuer au même phénomène sans que l'agriculteur ou le propriétaire en souffre, pousse aux perfectionnements agricoles, aux drainages, aux irrigations. Les capitaux étant à meilleur marché peuvent être employés dans des cas où l'insuffisance du bénéfice n'aurait pas permis de les utiliser jusqu'ici (1). On défriche des terres incultes, on accroît le capital d'exploitation, on remplace la culture extensive par la culture intensive. Ces perfectionnements agricoles qui parfois rapportent peu, tentent d'autant plus les propriétaires que les placements mobiliers deviennent moins rémunérateurs. Or, toutes ces améliorations accroissent la production et, la concurrence augmentant, la diminution du loyer de l'argent entraîne ainsi à la longue avec elle une baisse presque générale des prix.

Les tableaux suivants paraissent ne laisser aucun doute à cet égard :

(1) M. P. Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, I, p. 763, montre que l'incorporation de nouveaux capitaux au sol, par l'espérance d'une rémunération qui aurait paru autrefois trop chétive, pousse à la diminution du prix des produits et à l'abaissement de la rente du sol.

M. Deschamps dit également, dans son cours à la Faculté de de Droit de Paris « la baisse de l'intérêt contrebalance la loi du rendement décroissant. »

*Production du blé, du vin et du sucre en France
de 1885 à 1906 inclusivement (1).*

	Blé	Vin	Sucre
Moyennes annuelles	(milliers d'hect.)	(milliers d'hect.)	(milliers de quint.)
Période 1885-1891.	104.407	26.973	4.348
« 1892-1898.	112.389	36.344	5.691
« 1899-1905.	117.305	53.028	8.236
Année 1906	114.500	52.079	9.847

Prix moyens de gros des principaux articles alimentaires à Paris.

	Périodes septennales Moyennes annuelles		Prix moyens annuels		
	1892-1898	1899-1905	1891	1898	1905
	fr.	fr.	fr.	fr.	fr.
Pain (les 2 kilog.).....	0.67	0.66	0.79	0.76	0.72
Vin (la pièce à Bercy)..	131	103.76	146	132	86
Beurre ordin. (le kilog.).	3.26	2.71	3.20	3.06	2.57
Sucre raffiné (le kilog.).	1.04	0.88	1.07	1.04	0.66
Bœuf	1.57	1.40	1.67	1.39	1.34
Veau	2.05	1.82	2.17	1.87	1.71
Mouton	1.97	1.92	2.15	1.82	1.81
Porc	1.43	1.37	1.45	1.40	1.33

Ainsi, du fait de l'augmentation de la production, il se produit une baisse assez sensible du prix de vente des denrées alimentaires.

D'une autre façon encore, la diminution du taux de l'intérêt influence le prix de revient des produits agricoles. Nous avons indiqué qu'il y avait, dans le prix de chaque produit, une part destinée à rémunérer le capital, et que les prix devaient baisser en raison de la part moins grande du capital. On a prétendu que, les terres

(1) Chiffres extraits de l'*Economiste européen*, n° 7, 1^{er} semestre de 1906, p. 200, et de l'*Annuaire statist. de la France*, 1906, p. 33 et 39.

ne pouvant pas être multipliées comme les capitaux employés dans l'industrie et leur prix s'élevant quand l'intérêt diminue, cette cause d'abaissement du prix de revient n'existait pas pour les produits agricoles. C'est méconnaître l'importance croissante des capitaux dépensés en machines, engrais, constructions de bâtiments, achat de bétail. Ces capitaux doivent être rémunérés par la vente des produits et, la part qui leur revient étant moins élevée, le prix de vente des denrées peut être abaissé.

Nous sommes donc fondés à conclure que le prix des denrées agricoles en France est sensiblement moindre qu'il y a une vingtaine d'années ; à notre avis, cette baisse se serait manifestée sans la réduction de l'intérêt en raison de la concurrence des pays neufs ; mais l'abaissement du loyer des capitaux n'a pu que la rendre plus considérable en poussant les capitaux vers les emplois agricoles et en permettant de diminuer les frais de transport (1).

(1) En fait, les produits de l'agriculture n'ont pas baissé de prix proportionnellement aux objets manufacturés, et il n'est pas nécessaire de recourir à la théorie de Ricardo pour expliquer cette disproportion. Un auteur, M. de Fontenay, dans son ouvrage, *le Revenu foncier*, en a donné cette explication que si l'industrie agricole ne peut mettre ses denrées à aussi bas prix que les articles manufacturés, c'est que de toutes les industries elle est celle qui emploie encore le plus de travail humain et le moins de machines. La hausse des salaires, qui s'est produite pour les ouvriers des campagnes comme pour ceux des villes, devient une aggravation de frais considérables pour la culture.

On peut, par une formule, mettre en relief l'influence des prix sur les profits réalisés : supposons une recette brute de 100 francs et des frais d'exploitation de 80 francs, le profit sera de 20 francs. Si, les quantités restant les mêmes, les prix de vente baissent de 10 0/0, la recette brute sera de 90 francs ; les frais étant de 80 francs le profit ne sera plus que de 10 francs. Une baisse de 10 0/0 dans le prix de vente aura donc fait baisser de 50 0/0 le profit.

CHAPITRE II

LES SALAIRES.

SECTION I. — Inérêt qu'il y a à examiner si la baisse du loyer des capitaux a influencé les salaires.

Depuis que le suffrage universel a donné la puissance aux masses, des utopistes s'appliquent à les convaincre que tous les bienfaits de la civilisation contemporaine ont été accaparés par des exploiters et, entre autres arguments par lesquels ils espèrent soulever les classes ouvrières, ils dénoncent la part toujours croissante du capital dans les profits de la production, en lui opposant la part minime et toujours plus faible du travail.

« La loi, dit Karl Marx, qui toujours équilibre le progrès et l'accumulation du capital et de la surpopulation relative, rive plus solidement le travail au capital que les coins de Vulcain ne rivaient Prométhée à son rocher. C'est cette loi qui établit une corrélation fatale entre l'accumulation du capital et l'accumulation de la misère, de telle sorte que l'accumulation des richesses à un pôle, c'est une égale accumulation de pauvreté, de souffrances, d'ignorance, d'abrutissement, de dégradation morale, d'esclavage, au pôle opposé, du côté de la classe qui produit (1). »

En regard de cette théorie absolue, nous voyons la

(1) Karl Marx, *Le Capital*, cité par Benoît Malon dans le *Socialisme intégral*, p. 189.

plupart des économistes soutenir non moins catégoriquement l'idée que la baisse du taux de l'intérêt profite aux salaires, qu'il y a entre eux un lien principal. Quand la part du capital augmente, la part de l'ouvrier ne pourrait que baisser, et inversement.

Ricardo en fait le fond même de sa doctrine : « La valeur entière des articles manufacturés, dit-il, se partage en deux seules portions, dont l'une constitue les profits du capital, tandis que l'autre est consacrée aux salaires des ouvriers. Tout ce qui augmente les salaires réduit les profits. Rien ne modifie les profits, si ce n'est la hausse des salaires (1). »

Bastiat admet que la part du capital n'a cessé de diminuer et que celle du travail s'est accrue d'autant : « Représentons, dit-il en effet (2), les produits totaux de la société par les chiffres 1.000, 2.000, 3.000, 4.000. Je dis que le prélèvement du capital descendra successivement de 50 0/0 à 40, 35, 30 0/0, et celui du travail s'élèvera par conséquent de 50 à 60, 65, 70 0/0. De telle sorte, néanmoins, que la part absolue du capital soit toujours plus grande à chaque période, bien que sa part relative soit plus petite. Ainsi le partage se fera de la manière suivante :

	Produit total	Part du capital	Part du travail
Première période.	1.000	500	500
Deuxième »	2.000	800	1.200
Troisième »	3.000	1.050	1.950
Quatrième »	4.000	1.200	2.800

Telle est la grande, admirable, consolante, nécessaire et inflexible loi du capital.

(1) *Œuvres complètes de Ricardo*, p. 75, 82, 83 de l'édition Guillaumin, 1882. Cité par M. Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, 285.

(2) *Bastiat, Harmonies*, Chapitre : *Capital*, p. 206.

M. Levasseur s'en remet également à l'action des lois naturelles pour résoudre la question sociale : « Pendant que les ouvriers s'agitent, ils remarquent à peine une révolution sociale beaucoup plus efficace pour leur bien-être que n'est la liberté des grèves ; c'est le déplacement d'équilibre qui se produit lentement, par la seule force des choses, entre l'intérêt du capital qui diminue avec l'abondance et le salaire du travail qui augmente avec la productivité de la main-d'œuvre et la richesse générale de la société (1). »

M. Paul Leroy-Beaulieu, dans son *Essai sur la répartition des richesses*, arrive à cette conclusion que l'abaissement du taux de l'intérêt, des profits et des fermages, profite à l'élévation des salaires.

C'est enfin *M. Paul Delombre* qui nous montre le capital se dépouillant, depuis près d'un demi-siècle, de la plus grande partie de ses revenus, pour les attribuer au travail : « La part du travail va en augmentant ; l'intérêt du capital s'abaisse ; les salaires s'élèvent. L'accumulation de la richesse, due à l'effort des générations successives, aboutit à une rémunération de plus en plus large des classes laborieuses. C'est l'affranchissement graduel, pacifique du travail (2). »

Il serait inutile de pousser plus loin ces citations. Les deux théories sont suffisamment tranchées : d'un côté, celle des socialistes, d'après laquelle l'évolution économique a pour résultat d'accumuler à un pôle la richesse et à l'autre la pauvreté, d'augmenter sans cesse la part du capital aux dépens de celle du travail ; de l'autre, celle des économistes, aux termes de laquelle toute rémunéra-

(1) *Levasseur, La population française*, t. III, p. 289.

(2) *Le Temps*, 16 juin 1892.

tion abandonnée par le capital enrichirait le travail et, le taux de l'intérêt tendant à baisser, la question sociale serait résolue par le libre jeu des forces naturelles.

« Voyez, disent les économistes : dès maintenant le capital est en train d'abandonner une partie de sa rémunération au travail : cette baisse du taux de l'intérêt, dont nous sommes à l'heure actuelle les témoins, à qui profite-t-elle, en effet, sinon à l'associé naturel et indispensable du capital dans la production, sinon au travail ? Et comme cette baisse du taux de l'intérêt doit aller en s'accroissant, la hausse des salaires, par contre-partie, se continuera sans cesse, jusqu'au moment où l'ouvrier aura toute la part qu'il réclame (1). »

Laquelle des deux théories en présence est justifiée par les faits ?

Si, comme le prétendent les socialistes, la part du capital augmente aux dépens de celle du travail, n'est-il pas dangereux de laisser croire que le jeu des lois naturelles est en train de rétablir l'équilibre au profit de ce dernier ? La doctrine des économistes, si elle était inexacte, n'aurait-elle pas le fâcheux résultat de décourager les efforts des industriels qui amélioreraient volon-

(1) M. Cheysson, dans son remarquable article la *Crise du revenu et l'ère du travail*, paru dans la *Revue politique et parlementaire* du 10 novembre 1897, dit : « Si jadis le capital a pu exploiter le travail, il est aujourd'hui forcé de s'appuyer sur lui et de lui faire une part de plus en plus large... »

M. Victor Bonnet, parlant de la baisse du taux de l'intérêt par laquelle il espère voir se réaliser un rapprochement des conditions sociales, écrit dans la *Revue des Deux-Mondes* : « Nous aimons mieux ce genre d'émancipation que celui que rêvent les ouvriers dans leurs Congrès socialistes. Il a le mérite d'être conforme aux lois économiques et de n'amener aucun bouleversement. »

tiers la situation de leurs ouvriers, si on ne leur avait dit que ceux-ci profitent seuls de toute l'augmentation de la productivité de leur travail et que d'elle-même la part du capital se restreignait au profit de celle des salariés ?

Est-il possible, au contraire, de montrer par les chiffres que l'erreur est du côté de ceux qui prétendent que le riche est toujours plus riche et le pauvre toujours plus pauvre ?

C'est la question que nous nous proposons d'examiner rapidement. Ayant déjà étudié les variations du revenu des capitaux pendant la deuxième moitié du *xix*^e siècle, il nous faudra rechercher d'abord le mouvement des salaires pendant la même période, et nous essaierons ensuite de dégager s'il existe entre les deux phénomènes un lien principal.

SECTION II. — Le mouvement des salaires dans la seconde moitié du *XIX*^e siècle.

§ 1. — Les théories.

Nous avons exposé les causes qui agissent sur le taux de l'intérêt ; il est nécessaire d'examiner rapidement à quelles règles obéit le mouvement des salaires.

La théorie économique des salaires s'est difficilement affranchie des systèmes préconçus qui l'obscurcissaient. Trois doctrines principales ont été soutenues :

1^o L'école anglaise enseignait que la population ouvrière d'un pays reçoit chaque année comme rémunération une certaine part (*wage-fund*) du capital existant ou circulant dans ce pays, de sorte qu'il suffit d'une division pour calculer la part revenant à chacun ; d'après cette conception du « fonds des salaires », la part de l'ouvrier

ne peut augmenter que si la masse à partager s'accroît ou si le nombre des travailleurs diminue (1).

2° Une autre thèse a trouvé plus d'écho : celle du salaire nécessaire, d'après laquelle « le salaire moyen ne dépasse jamais ce qui est indispensable à l'existence de l'ouvrier et à la perpétuation de la race (2). »

3° Enfin la plupart des économistes français enseignent que le taux du salaire est réglé par la productivité du travail de l'ouvrier (3).

Nous ne rechercherons pas ce que chacune de ces théories semble avoir de trop absolu ; disons seulement que nous partageons l'opinion de M. Gide (4), d'après laquelle « il faut renoncer à découvrir une formule unique qui résumerait la loi du salaire ; l'homme n'étant pas une marchandise, il est naturel que la main-d'œuvre ne soit pas soumise aux lois ordinaires de la valeur ».

§ 2. — Les faits.

I. — Hausse du salaire nominal.

Des statistiques aussi nombreuses que concordantes font ressortir pendant le cours du XIX^e siècle une hausse constante des salaires.

(1) Mill, *Principes*, livre II, chap. II : « Le salaire dépend surtout de l'offre et de la demande, ou, selon une expression courante, du rapport entre la population et le capital. Les salaires ne peuvent s'élever que par suite de l'accroissement de l'ensemble des fonds qui servent à payer les ouvriers, ou par la diminution du nombre des salariés... »

(2) Ferdinand Lassalle, *Offenes Antwortschreiben an das Central Comité*, p. 15 (Zurich 1863).

(3) P. Leroy-Beaulieu, *Econ. polit.*, II, p. 272 : « L'élément principal de la détermination des salaires est la productivité du travail. »

(4) Gide, *Econ. polit.*, 7^e édit., p. 446.

Les chiffres donnés par l'*Annuaire statistique de la France* (1) sur l'industrie des mines, où les salaires sont très exactement connus, fournissent une excellente base d'appréciation, car ils s'appliquent à un nombre considérable d'ouvriers :

Années	Mines de combustibles min. (salaires annuels) francs	Mines de fer et minières (salaires annuels) francs	Mines métallur. diverses (salaires annuels) francs
1852. . . .	561	362	326
1856. . . .	689	442	537
1866. . . .	791	654	593
1876. . . .	1.020	867	757
1886. . . .	1.048	863	735
1896. . . .	1.178	1.060	972
1900. . . .	1.333	1.144	940
1905. . . .	1.309	1.298	930

La rémunération de trois ouvriers pris dans chacun des trois groupes de l'industrie minière s'est donc élevée, entre 1852 et 1905, de 1.249 à 3.537 ; la hausse des salaires est ainsi de 183 0/0.

Si nous recherchons le prix de la journée de travail dans les « séries des prix de la Ville de Paris », nous ne constaterons pas une progression aussi forte (2).

(1) *Annuaire statistique de la France*, 1906, p. 86.

(2) Salaires des ouvriers du bâtiment à Paris, d'après les séries de prix (Morisot, Morel, séries officielles de la Ville de Paris), de 1860 à 1880 ; à partir de 1900, d'après les bordereaux de salaires (*Bulletin de l'Office du travail*, janvier et mai 1907) (*Ann. statist. de la France*, 1906, p. 86).

En tenant compte des augmentations de salaires accordées aux ouvriers du bâtiment en avril 1908, nous croyons que la moyenne des salaires des onze professions inscrites dans le tableau est actuellement de 8 fr. 23. La hausse depuis 1852 serait exactement de 100 0/0.

PROFESSIONS	1842	1852	1862	1873	1880	1900	1906
	francs	francs	francs	francs	francs	francs	francs
Terrassier.....	2,75	2,75	4	4	5,50	5,50	6
Ravaleur.....	4,75	5	7	7,50	10	11	11,40
Maçon.....	4,15	4,25	5,25	5,50	7,50	8	8
Garçon maçon.....	2,45	2,60	3,35	3,50	5	5	5,25
Tailleur de pierres.....	4,20	4,25	5,50	5,50	7,50	8,50	8,50
Couvreur.....	5,50	6,75	7	7,50	8,50	8,50	9,20
Garçon couvreur.....	4	4	4,50	5	5,50	5,50	6,30
Charpentier.....	4	5	6	6	8	9	9
Menuisier.....	3,25	3,50	4,50	5	7	7	8
Forgeron.....	5	5	6,50	7	7,75	8	8
Homme de peine (en serrurerie).....	2,25	2,25	3,50	4	5	5,25	6
Moyenne.....	3,84	4,12	5,19	5,50	7,02	7,39	7,79

Le taux moyen des salaires s'est élevé ici de 103 0/0 entre 1842 et 1906 ; si nous partons de 1852 seulement, pour avoir un résultat comparable à celui que nous avons constaté dans l'industrie minière, la hausse est de 89 0/0.

Pour ne pas multiplier les tableaux, qu'il serait aisé d'établir pour toutes les industries principales avec les statistiques dressées par l'*Office du travail* et le *Musée social*, nous nous bornerons à donner les résultats d'ensemble.

Voici d'abord, tels que les indique l'Annuaire de statistique, les indices de la variation des salaires dans les chefs-lieux de départements (sauf Paris) de 1853 à 1906, d'après les renseignements fournis par les maires et les conseils de prud'hommes :

Années	Indices des moyennes	Proportion p. 100 par rapport au chiffre de 1853
1853.	1 fr. 99	100
1874.	3 » 02	151
1892.	3 » 83	192
1896.	3 » 91	196
1901.	4 » 03	202
1906.	4 » 20	211

L'élévation des salaires, d'après ce relevé, est de 111 0/0.

Indépendamment de ces renseignements fournis par les séries de prix, les recherches des maires et des conseils de prud'hommes, les enquêtes de la statistique générale de la France et celles de l'Office du travail ont permis d'établir un tableau graphique des variations des salaires qui a été exposé à Liège en 1905. En désignant par 100 la valeur moyenne du salaire en 1900, les nombres proportionnels qui représentent les taux des salaires de 1806 à 1905 seraient les suivants :

Années	Nombres proportionnels	Années	Nombres proportionnels
1806	46.5	1860	64.5
1810	47	1870	76
1820	48.5	1880	92.5
1830	50	1890	98
1840	52	1900	100
1850	56.5	1905	104

La rémunération de l'ouvrier se serait élevée de 84 0/0 depuis 1850 ; elle aurait exactement doublé depuis 1840.

C'est la conclusion à laquelle arrivait M. Levasseur en 1895 lorsqu'il disait que les salaires avaient doublé en 60 ans. M. de Foville dit également (1) : « Si nous nous en tenons à l'étude des salaires en argent, les innombrables documents mis au jour par les publications administratives et privées peuvent se résumer par cette simple formule qui comporte peu d'exceptions : les salaires nominaux ont plus que doublé, en France, au cours du xix^e siècle. Ajoutons que cette hausse rapide a surtout été l'œuvre de la seconde moitié du siècle : de 1850 à

(1) *Le Correspondant*, 10 février 1905, p. 434.

1880, on a vu se produire, dans certaines professions, des relèvements de 100, de 150, de 200 0/0 (1). »

Nous avons laissé de côté, dans nos calculs, les salaires agricoles. Il est assez difficile, en effet, étant donnée l'absence d'organisation du prolétariat rural, de dégager des conclusions précises. L'enquête de 1882 établit que sur 1.500.000 ouvriers agricoles, 730.000 sont en même temps propriétaires ; il faudrait dégager, dans le revenu de ces travailleurs, la part qui n'est pas à proprement parler un salaire. Un autre élément à envisager est que bien des salariés sont logés et nourris par leurs patrons ; que, dans certaines régions, comme le Limousin, les ouvriers émigrent une partie de l'année dans les grandes villes pour y travailler comme maçons ou terrassiers.

Un concours, qu'avait organisé la Société des agriculteurs de France sur les monographes des communes, révèle d'une part le malaise du capital foncier que nous avons indiqué dans la première partie de cette étude, d'autre part l'accroissement de la rémunération des ouvriers agricoles ; mais il ne s'en dégage pas de chiffre qui puisse résumer, comme nous l'avons fait pour les salaires industriels, l'élévation des salaires dans l'agriculture (2).

Cependant M. Zolla, dans ses *Etudes d'économie rurale* (3), établit que la valeur relative des salaires s'est

(1) Mêmes conclusions quant au doublement des salaires depuis 1850 dans l'*Economie sociale* de M. Gide, p. 64 et suiv.

Voir également, au sujet de la hausse des salaires, la remarquable conférence de M. Souchon sur la « situation des ouvriers en France au XIX^e siècle ». Le *Musée social*, numéro d'août 1899.

(2) D'après M. Gide, ils auraient doublé depuis un demi-siècle, *Econ. polit.*, 7^e édit., p. 466.

(3) Zolla, *Etudes d'économie rurale*, 1896, p. 429.

élevée de 100 à 111, pendant que celle de la terre s'abaissait de 100 à 75, entre 1874 et 1900 ; la hausse du salaire aurait donc été de 11 0/0, tandis que le capital foncier diminuait de 25 0/0.

La rémunération argent, qui seule nous a occupé jusqu'ici, n'est d'ailleurs pas dans beaucoup d'industries le seul avantage accordé à l'ouvrier : tout travailleur occupé dans les mines de houille reçoit gratuitement les soins médicaux pour lui, sa femme, ses enfants et ses ascendants ; le charbon lui est également délivré gratis ; un logement de 2 à 4 pièces, avec jardin, lui est octroyé à raison de 6 fr. par mois, prix qui ne couvre pas l'amortissement de la construction et suffit à peine à l'entretien de l'immeuble ; enfin, à 55 ans, après 25 années de services, une retraite lui est assurée. L'ensemble de ces libéralités forme une rémunération supplémentaire que l'on estime, en général, à 10 0/0 au moins du salaire proprement dit.

De leur côté, les six grandes Compagnies de chemins de fer sont également pénétrées de leur rôle patronal. Chacune d'elles a remis au jury de l'Exposition de Milan (1), en 1906, des notes particulières présentant l'exposé complet de ses institutions et les résultats obtenus ; et ces notices ont été résumées dans un travail d'ensemble embrassant la période de 1890 à 1904 ; nous en extrayons les chiffres suivants :

(1) Exposition de Milan. Section de la prévoyance.

	1890	1904	OBSERVATIONS
	millions de fr.	millions de fr.	
Ensemble des dotations philanthropiques des 6 Cies de chemins de fer.	38 (dont 23 pour les retraites).	72 (dont 39,3 pour les retraites).	Augmentation de 88 0/0.
Salaires, traitements et primes.	345 (pour 218.522 agents).	477 (pour 255.402 agents).	Augmentation de 18 0/0 du salaire de chaque agent.
Revenu distribué aux actionnaires.	160,3	158,3	Diminution de 1,45 0/0.

Les avantages pécuniaires distincts du salaire proprement dit s'élèvent donc ici, non plus à 10 0/0 comme dans les mines, mais à 15 0/0 en 1904; remarquons, en outre, que ces rémunérations supplémentaires se sont assez sensiblement accrues, puisqu'elles ne constituaient, en 1890, que 11 0/0 du montant global des salaires. C'est donc un élément qu'il ne faut pas négliger quand on veut apprécier l'amélioration de la condition des ouvriers.

En résumé, nous croyons nous être appuyé sur des documents suffisamment nombreux et probants pour répondre à la question que posait M. Gide : « Les salaires ont-ils triplé ou seulement doublé au cours du xix^e siècle ? » Les salaires ont augmenté d'environ 100 0/0 de 1850 à 1905.

II. — Hausse du salaire réel.

L'élévation du salaire nominal étant indiscutable, on invoque, pour démontrer la misère de l'ouvrier, le renchérissement de toutes choses. Comme le dit M. Gide : « Tous les chiffres exprimant le salaire nominal seraient sans valeur réelle s'ils se trouvaient compensés et annu-

lés par une hausse égale dans le prix des denrées, dans le coût de la vie (1). »

Nous devons donc faire la distinction entre le salaire nominal et le salaire réel, c'est-à-dire évaluer la puissance d'achat que procure à un ouvrier une journée de travail. Les statistiques vont nous permettre de constater que le renchérissement de l'existence n'a suivi que de très loin l'augmentation des salaires.

Le tableau graphique, dressé par l'Office du travail et exposé à Liège, dont nous avons précédemment parlé, comportait une courbe représentant le mouvement général du coût du logement et d'un certain genre de nourriture à Paris (2). On a supposé un ménage ouvrier de quatre personnes ; l'estimation des quantités de diverses denrées consommées par ce ménage a été basée sur des observations faites en 1856 et 1890 ; on a supposé, bien entendu, que pendant toute la période considérée, la famille prise pour type avait maintenu sa même consommation en quantité et en qualité ; enfin on a appliqué à ces quantités les prix payés par l'Hôtel-Dieu de Paris lors de ses adjudications. Quant au loyer, il avait été évalué, dans l'enquête de 1844, à 117 francs ; la valeur locative ayant à peu près triplé de 1844 à 1894, on a supposé une variation régulière des loyers pendant cette période.

(1) M. Gide, *Economie sociale*, p. 67.

(2) Cette statistique comprend les dépenses de nourriture, logement, chauffage, éclairage ; le vêtement et autres frais divers n'y figurent pas.

**Dépenses de nourriture et de logement d'une famille ouvrière
de 4 personnes à Paris.**

Périodes décennales	Nourriture	Logement	Ensemble
	francs.	francs.	francs.
1804-1813	884	80	964
1814-1823	942	90	1.032
1824-1833	979	100	1.079
1834-1843	950	110	1.060
1844-1853	931	120	1.051
1854-1863	1.052	170	1.222
1864-1873	1.075	220	1.295
1874-1883	1.093	270	1.363
1884-1893	993	320	1.313
1894-1903	910	350	1.260

En désignant par 100 le coût moyen de la vie en 1900, les nombres proportionnels représentant, d'après l'Office du travail, les dépenses de nourriture et de logement au xix^e siècle, sont les suivants :

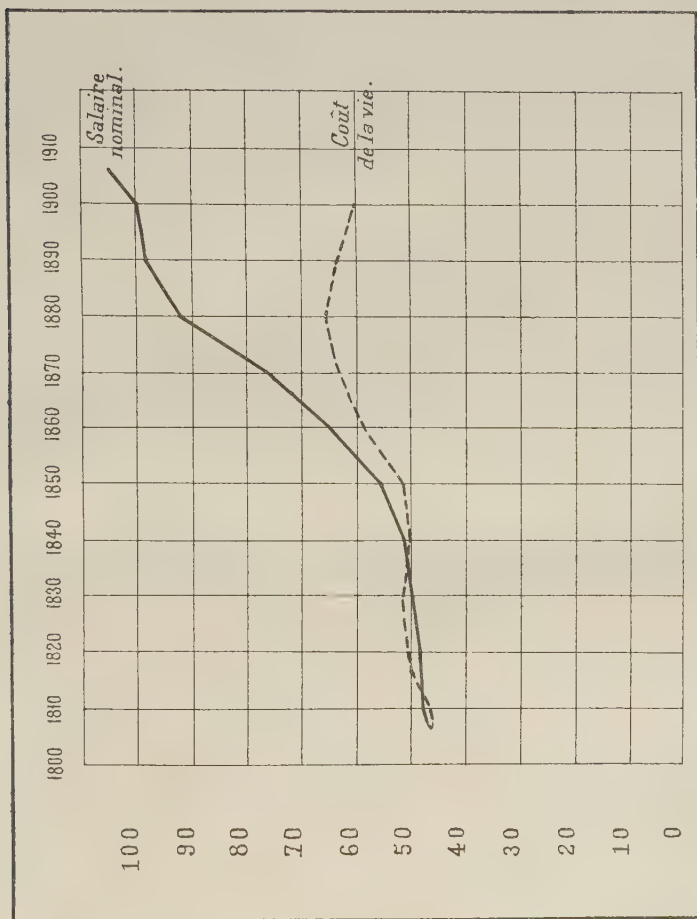
Années	1806	1810	1820	1830	1840	1850
Nombres proportionnels.	77	78.5	83	85	84.5	86.5
Années	1860	1870	1880	1890	1900	
Nombres proportionnels.	97.5	105	107	104.5	100	

Afin de pouvoir superposer la courbe que nous donnent ces nombres sur celle que nous avons obtenue pour les salaires, nous supposerons qu'en 1806 le salaire nominal était égal au salaire réel. Le premier étant, nous l'avons vu (1), représenté par le nombre 46.5, les nombres proportionnels du coût de la vie seraient :

Années	1806	1810	1820	1830	1840	1850
Nombres proportionnels	46.5	47.4	50.1	51.3	51	52.2
Années	1860	1870	1880	1890	1900	
Nombres proportionnels	58.8	63.4	64.6	63.1	60.4	

(1) P. 119.

Si, avec les chiffres que nous possédons, nous traçons la courbe du salaire en argent et celle du coût de la vie, nous voyons qu'à partir de 1840 la première s'est élevée sans interruption ; la seconde, après avoir suivi une marche ascendante jusqu'en 1880, s'est légèrement abaissée depuis cette date.



En dernière analyse, le coût de l'existence s'est élevé, selon nous, de 15 0/0 entre 1850 et 1900 ; le salaire nominal ayant augmenté d'au moins 100 0/0, la hausse réelle du salaire serait encore de 85 0/0 (1).

SECTION III. — Influence de la baisse de l'intérêt sur les salaires.

Nous avons montré, d'une part, quelle a été l'importance de la baisse du taux de l'intérêt depuis un demi-siècle, de l'autre quelle a été celle de la hausse des salaires pendant la même période. Y a-t-il entre ces deux faits un lien essentiel ?

§ 1.

Si nous examinons à la fois le mouvement de baisse du taux de l'intérêt et celui de hausse des salaires, nous voyons que le premier s'est surtout fait sentir à partir de 1873, tandis que le second s'est manifesté d'une façon très nette dès 1850 (2). Nous remarquerons, en outre, que le premier phénomène n'a pas été continu ; si, depuis 1873, le taux de l'intérêt se mit à baisser, ce ne fut pas sans une triple interruption : d'abord en 1882, à la suite du krach financier, puis en 1889-90, en présence de

(1) Remarquons, avec M. Gide, que les chapitres de dépenses omis dans nos calculs — habillement, instruction des enfants, transport, frais divers, — sont précisément ceux pour lesquels la baisse des prix s'est le plus fait sentir. S'ils étaient entrés en ligne de compte, la hausse réelle du salaire eût été de plus de 85 0/0. — Voir, au sujet de l'élévation du coût de la vie, la conférence déjà citée de M. Souchon au Musée social.

(2) Voir la courbe du salaire nominal que nous avons précédemment établie.

la catastrophe de Panama et de l'écroulement de la maison Baring, enfin et surtout à partir de 1897 ; en résumé, en prenant pour point de départ l'année 1874, on constate que ce n'est pas en ligne droite, mais en ligne brisée que le taux de l'intérêt est descendu (1). Faisons-nous la même observation pour les salaires ? Nullement. De 1850 à 1880, la courbe que nous avons tracée est droite ; la hausse du taux de l'intérêt de 1870 à 1873 n'a nullement affecté les salaires dans le sens de la baisse ; il semble même, d'après notre graphique, que ce soit dans la période 1870-1880 que la rémunération du travail s'est élevée le plus rapidement. A partir de 1880, la hausse des salaires est moins accentuée ; or, c'est précisément le moment où l'intérêt baisse le plus vite. Depuis 1898-1900, les salaires augmentent, la rétribution du capital également.

S'il existait une corrélation étroite entre la baisse de l'intérêt et la hausse des salaires, nous devrions observer à la fois une diminution de la rétribution du capital et un accroissement de la rémunération du travail. Nous venons de voir que les faits nous amènent à une conclusion contraire. Il peut y avoir à la fois hausse du taux de l'intérêt et hausse des salaires (2). Le taux de l'inté-

(1) En prenant pour point de départ l'année 1850, on constaterait de même une baisse du taux de l'intérêt avec quatre interruptions principales : 1870-1873, 1882-1884, 1889, 1897-1907.

(2) Il semble, d'après les statistiques de l'Office du travail (t. IV, p. 167), qu'à un taux d'intérêt peu élevé puissent correspondre des salaires assez faibles. Les grandes entreprises, qui empruntent, en général, dans des conditions avantageuses, sont quelquefois celles où les salaires sont les plus bas. Ainsi, pour les ouvriers carriers, les salaires sont plus élevés dans les petites exploitations que dans les grandes : le salaire moyen, qui est de 3 fr. 60 dans la région ouest

rêt et le taux des salaires ne sont donc pas intimement liés l'un à l'autre, de façon que ce qui est perdu par l'un soit gagné par l'autre.

Mais de la conclusion à laquelle nous arrivons ne résulte pas nécessairement que les deux phénomènes que nous étudions sont indépendants. Ils le seraient si nous pouvions démontrer que la rémunération du capital n'a pas diminué et que par suite la hausse des salaires ne lui est pas due.

§ 2. — Est-il théoriquement possible que la baisse de l'intérêt agisse sur les salaires ?

Si un premier examen des mouvements de baisse de l'intérêt et de hausse des salaires ne nous a pas permis de conclure à une relation entre les deux phénomènes, celle-ci nous apparaît comme possible si nous étudions la question à un point de vue théorique.

Nous avons vu, dans le chapitre précédent, que l'effet général de la baisse de l'intérêt était une baisse des prix de vente ; il en résulte un accroissement possible de la consommation ; si elle se produit, ce qui est le cas le plus général, la demande de tous les éléments de la production sera augmentée, notamment la demande de main-d'œuvre ; le taux des salaires devra donc s'élever.

A un autre point de vue encore, les variations du taux de l'intérêt peuvent avoir une influence sur les salaires. Si le renouvellement complet de l'outillage est rendu

quand l'entreprise occupe 25 à 99 personnes, s'abaisse à 2 fr. 15 quand elle en emploie 100 à 500 ; dans la région nord (Paris compris), le salaire descend, dans les mêmes cas, de 4 fr. 15 à 3 fr. 50. Le même phénomène existe dans la plupart des industries où les ouvriers ne sont pas fortement organisés.

nécessaire par les progrès industriels, il y aura à la fois demande de capitaux et de travail et, par suite, élévation des taux de l'intérêt et des salaires. Si, au contraire, le loyer de l'argent s'élève en raison de la destruction de nombreux capitaux dans une grande guerre, les prix de vente des produits s'élèveront ; la consommation diminuera, entraînant un ralentissement de la demande du travail et un abaissement du taux des salaires.

Les variations du revenu des capitaux peuvent donc avoir un effet indirect sur la rémunération du travail. Cela nous montre déjà que les salariés sont aussi intéressés que les capitalistes à l'accroissement des capitaux, car l'intérêt de l'argent diminue à mesure qu'il est plus abondant, et nous venons de voir que, théoriquement, la baisse de l'intérêt était favorable à l'élévation des salaires ; c'est sur le terrain des faits que nous allons maintenant examiner la question.

§ 3. — La part du capital a-t-elle diminué ?

Il semble, d'après ce que nous avons dit dans la première partie de cette étude, que la rémunération du capital a diminué depuis un demi-siècle. Sans doute, a-t-on objecté (1) ; mais le taux d'intérêt ne paraît avoir diminué que par suite de la hausse des titres au cours de la Bourse, hausse proportionnellement plus rapide que celle des dividendes à distribuer. Cela ne peut en rien améliorer le sort des ouvriers. C'est simplement un signe de prospérité de l'exploitation ; il n'y a pas eu ré-

(1) Paul Cahen, *De l'influence de la baisse du taux de l'intérêt sur la hausse des salaires*, 1899.

duction de la part du capital, mais plutôt un accroissement.

Ainsi la part attribuée à chaque action des mines de Béthune s'est élevée de 87 fr. 50, moyenne des années 1874 et 1875, à 160 francs pour 1904, 1905 et 1906. Le revenu de l'action d'Anzin a passé, de 1887 à 1906, de 100 francs à 293 fr. 60 ; celui d'une action des mines de Carmaux de 35 francs à 90 francs entre 1856 et 1906.

En poursuivant cette énumération, nous verrions que les dividendes se sont accrus dans la plupart des sociétés houillères, mais non absolument dans toutes : ainsi, l'action des mines de la Grand'Combe, qui rapportait 60 francs en 1855, 110 francs en 1876, n'a plus aujourd'hui qu'un revenu de 60 francs.

Si, de l'industrie minière, nous passons aux Compagnies de chemins de fer, ce n'est plus une augmentation ni une stagnation des dividendes que nous observons, mais un abaissement par rapport aux chiffres de 1860. Le propriétaire d'une action de chacune de nos six grandes Compagnies aurait, en effet, touché :

en 1860	349 fr. 50	en 1889	301 fr. 50
en 1869	291 »	en 1899	314 » 50
en 1879	287 »	en 1907	312 »

Prenons maintenant quelques exemples parmi les sociétés de fondation plus récente (1) ; nous constatons, pour un assez grand nombre d'entre d'elles, une diminution des dividendes distribués : le dividende des Aciéries

(1) Si nous prenons des exemples parmi les sociétés anciennes et celles remontant à une trentaine d'années, c'est afin de montrer que les conclusions sont les mêmes pour des valeurs émises antérieurement ou postérieurement à la période actuelle de baisse du taux de l'intérêt.

de France s'abaisse de 25 francs à 20 francs depuis 1883, celui de la Compagnie des métaux de 37 fr. 50 à 30 francs depuis 1892 ; pour d'autres sociétés, l'augmentation est très faible : le revenu des actions « Aciéries de Longwy » s'élève de 45 francs à 50 francs depuis 1880, « Aciéries de Micheville » de 40 francs à 50 francs depuis 1896, « Compagnie française d'éclairage par le gaz » de 30 francs à 40 francs depuis 1877.

Il nous semble inutile de pousser plus loin l'examen des valeurs industrielles pour être fondé à dire que s'il est vrai pour un grand nombre d'entreprises que la somme destinée à rémunérer le capital s'est accrue d'une façon sensible, il n'en a pas été ainsi pour toutes. Le dividende de Fives-Lille est tombé de 75 francs à zéro depuis 1866, celui des Forges d'Alais de 30 francs à zéro ; et, si l'on veut être juste, il faut encore tenir compte de tous les capitaux qui ont disparu, notamment à la suite de faillite ; or le montant, difficile à évaluer, ne peut manquer d'en être très élevé (1).

§ 4. — L'accroissement de la rémunération du capital a-t-il été supérieur à celui de la rétribution du travail ?

Nous reconnaissons cependant comme fondée l'assertion que la part du capital dans la production a augmenté d'une façon absolue depuis 1850. Mais, disent les socialistes, la hausse des salaires n'a pas été proportionnelle au développement de la richesse générale et à l'accroissement du revenu des autres classes de la société (2) ; en admettant que la masse à partager entre les

(1) L'actif des faillites liquidées de 1901 à 1903 a varié, chaque année, entre 29 et 39 millions ; le passif entre 159 et 169 millions ; de 1886 à 1893, 200 à 300 millions disparaissaient ainsi tous les ans.

(2) Gide, *Econ. polit.*, 7^e édit., p. 468.

propriétaires et les prolétaires fût, en 1850, de 10 milliards, à raison de 5 milliards pour chaque classe, et en supposant que sur une masse de 20 milliards en 1905 les prolétaires en touchent 7 et les propriétaires 13, la hausse des salaires ne représenterait pas une véritable amélioration de la condition des ouvriers.

Nous ne croyons pas que les faits confirment cet argument socialiste, qui serait assurément très fort s'il était justifié. Il nous semble, comme à M. Cheysson (1), que, loin d'être en retard sur les autres classes, les salariés ont marché d'un pas plus rapide.

On prétend parfois que l'ouvrier mineur ne reçoit pas toute la rémunération à laquelle il aurait droit en raison de la prospérité de l'industrie houillère. Cette affirmation ne nous paraît pas fondée si l'on examine les renseignements publiés par l'*Annuaire statistique de France* (2):

ANNÉES	Prix de la tonne de houille	Production de houille	Nombre d'ou- vriers dans les mines	Salaires annuels par ouvrier
	francs.	milliers de tonnes		francs.
1881	21,61	19.766	118.838	1.055
1885	20,89	19.511	110.410	1.042
1890	22,55	26.083	134.060	1.206
1895	20,07	28.020	148.652	1.161
1900		33.404	178.894	1.333
1905	21,92	35.928	194.739	1.309

Le salaire annuel de l'ouvrier mineur est passé de 1.055 francs en 1881 à 1.309 francs en 1905, il a donc augmenté de 254 francs ; pendant ces 25 années, la pro-

(1) *Revue politique et parlementaire*, 10 novembre 1897, p. 317.

(2) Les chiffres de ce tableau sont extraits de l'*Annuaire statistique de France*, 26^e vol., 1906, p. 36, 86, 142.

ductivité de l'ouvrier s'est élevée de $\frac{19.766.000}{118.838} = 166$
tonnes à $\frac{35.928.000}{194.739} = 184$ tonnes, et le prix de la tonne

variait de 21 fr. 61 à 21 fr. 92. L'ouvrier mineur, qui produisait $166 \times 21 \text{ fr. } 61 = 3.587 \text{ fr. } 26$ en 1881 produit $184 \times 21 \text{ fr. } 92 = 4.033 \text{ fr. } 28$ en 1905, soit 446 francs de plus ; supposons que cette somme soit partagée d'une manière égale entre le capital et le travail, — et nous faisons ainsi la part suffisamment large à ce dernier, — la plus-value du salaire aurait dû être de 223 francs ; or, nous venons de voir que la rémunération de l'ouvrier a augmenté de 254 francs.

Les chiffres que nous venons de citer ne correspondent qu'au salaire en argent. Si l'on y ajoute les bonifications de salaire dont nous avons parlé (1), on voit combien s'est améliorée la situation de l'ouvrier mineur. Il nous semble donc tout à fait inexact de dire que, dans l'industrie des mines, la part du capital augmente plus vite que celle du travail.

L'exemple des chemins de fer nous conduit aux mêmes conclusions ; et il est plus caractéristique encore que celui des mines, puisque les six grandes Compagnies françaises occupent actuellement 255.000 agents, tandis qu'il n'y a que 195.000 ouvriers travaillant dans les mines.

Le total des dividendes des six Compagnies s'est

(1) Les charges supportées par les Compagnies minières pour les institutions de prévoyance s'élèvent à 10 0/0 au moins du montant des salaires ; aux mines de Vicoigne, ces mêmes charges atteignaient, en 1892, 266 francs par ouvrier, soit près de 22 0/0 du salaire (qui était alors de 1.221 francs par ouvrier).

abaissé de plus de 10 0/0 de 1860 à 1907, il s'est élevé de 3 0/0 environ si l'on prend pour point de départ l'année 1890 ; les salaires, au contraire, se sont accrus, depuis cette dernière date, de 18 0/0, et les charges des institutions de prévoyance de 88 0/0.

Les statistiques des successions fournies par l'administration de l'Enregistrement nous permettent de généraliser nos observations et d'éviter le reproche de ne considérer que les mines et les chemins de fer, qui déjà, vu leur importance, nous fournissaient une indication significative :

En 1850, point de départ de nos calculs pour la hausse des salaires, il a été relevé pour les successions un chiffre de 2.025 millions. En 1906, ce chiffre était de 5.645 millions (1). L'annuité successorale étant, comme le dit M. Gide (2), proportionnelle à la masse des fortunes privées, on peut affirmer que l'ensemble des fortunes privées a presque triplé depuis 1850 ; le capital nominal est devenu exactement 2,78 fois plus grand. Or, depuis un demi-siècle, le taux de l'intérêt s'est abaissé d'un tiers, La part du capital est donc passée de 100 à 185 (3). Nous

(1) Nous donnons la valeur totale des successions, en 1906, passif non déduit, afin de pouvoir comparer avec l'année 1850.

(2) Gide, *Econ. polit.*, 7^e édit., p. 469

(3) Supposons qu'un capital C rapportait 100 francs en 1850 au taux t . Ce même capital est devenu en 1906 : $2,78 \times C$ au taux $2/3 t$, c'est-à-dire qu'il rapporte $\frac{2,78 \times C \times 2/3 t}{100}$, Comme $\frac{A t}{100} = 100$, le taux d'intérêt est, en 1906, $100 \times 2,78 \times \frac{2}{3} = 185$.

M. Cahen fait remarquer avec raison que ce dernier chiffre est plutôt trop faible, puisque la valeur totale des successions comprend les biens immobiliers, dont le taux de placement n'est pas $2/3 t$. M. Leroy-Beaulieu et M. Gide font observer que l'accroissement considérable des capitaux, qui ressort des chiffres de l'annuité suc-

avons montré que, pendant le même temps, le salaire s'était élevé de 100 à 200. Les socialistes sont donc mal fondés à dire que la part relative du travail dans la production est de plus en plus minime (1).

§ 5. — Conclusion.

L'influence des variations du taux de l'intérêt sur le taux des salaires peut, croyons-nous, se résumer dans les trois propositions suivantes :

1^o Les mouvements de hausse ou de baisse du taux de l'intérêt et des salaires ont pu se produire simultanément. Il n'y a donc pas un lien étroit entre la baisse de la rémunération du capital et la hausse de la rétribution du travail.

cessorale, est en partie factice, en tant qu'il est dû à une élévation dans le taux de capitalisation, laquelle résulte elle-même d'un abaissement du taux de l'intérêt. Une rente de 3.000 francs sur l'Etat valait 60.000 francs il y a 40 ans et en vaut près de 100.000 aujourd'hui ; mais la part du revenu social prélevée par le porteur n'est pas plus grande. L'augmentation sensible de l'annuité successorale en 1875 tient précisément à l'abaissement du taux de capitalisation : depuis cette époque, la valeur des biens ruraux est estimée en multipliant leur revenu annuel par 25 et non plus par 20.

(1) Les mêmes constatations se retrouvent d'ailleurs partout. Pour l'Angleterre, M. René Lavollée établit, d'après les travaux de MM. Léone Levi et Giffen, que, de 1851 à 1881, le revenu moyen des classes ouvrières s'était augmenté de 59 0/0, tandis que celui des classes moyennes ne s'élevait que de 37 0/0 et que celui des classes aisées s'abaissait de 30 0/0.

Pour la Belgique, M. Harzé, inspecteur général des mines, établit, dans son rapport sur l'industrie minière belge en 1895, que 100 fr. de valeur produite se répartissaient ainsi, en 1861-70 et en 1895 :

Années	Frais d'exploitation	Ouvriers	Exploitant
			(dividendes et charges financières)
1861-70 . . .	38.10	52.30	9.60
1895.	37.40	58.30	4.30

2° La part absolue du capital dans le produit total de la production a augmenté, mais sa part relative a diminué. Cela nous paraît confirmer la théorie de Bastiat.

3° La baisse du taux de l'intérêt n'a pu que favoriser la hausse des salaires, mais ce dernier phénomène n'a pas pour cause principale le premier ; sans cela, la hausse des salaires s'arrêterait quand le taux de l'intérêt cessera de décroître, ce qui, nous l'avons vu, doit fatalement arriver.

CHAPITRE III

LES CAPITALISTES.

Le « capitaliste » est le propriétaire des capitaux qui sont mis en œuvre par le travail de l'ouvrier ; sur le produit achevé, il prélève une part du prix de vente, et c'est de cet intérêt attribué au capital pour sa seule présence et non pour une intervention active du capitaliste lui-même que dérivent les prérogatives sociales de ce dernier.

Mais les capitalistes n'ont plus de nos jours une situation aussi brillante que le prétendent ceux qui les attaquent ; pour eux, la baisse du taux de l'intérêt ne peut avoir que des inconvénients puisqu'elle amoindrit leurs revenus, les forçant ainsi à réduire leurs consommations, à diminuer leurs économies ou à travailler plus longtemps. La formation de fortunes nouvelles est devenue beaucoup plus difficile et le nombre de ceux qui peuvent vivre de leurs rentes est sensiblement moindre qu'il y a cinquante ans. Comme le dit M. Leroy-Beaulieu (1), la situation de la classe moyenne tend à devenir plus dépendante : chacun est obligé de travailler, d'avoir un métier et de prolonger un peu plus longtemps dans la vie l'exercice de sa profession.

La baisse du taux de l'intérêt atteint cependant les

(1) *Répartition des richesses*, p. 263 et p. 581.

capitalistes d'une façon un peu différente suivant la nature des capitaux qu'ils possèdent.

Les détenteurs de valeurs mobilières achetées au pair, les créanciers d'une somme fixe prêtée sur hypothèque sont les plus atteints par la baisse de l'intérêt. Ayant consenti vers 1873-1875 un prêt de 100.000 francs au taux de 5 0/0 remboursable en 1907, ils ne pourraient plus aujourd'hui retirer de ce capital qu'un revenu de 3.000 à 3.500 francs. C'est une perte, sans compensation, de 1.500 à 2.000 francs de revenu.

Les détenteurs de rentes perpétuelles émises au-dessous du pair, et, d'une manière générale, de valeurs mobilières cotées au-dessous du pair et remboursables en un temps très long, sont moins rapidement éprouvés par la baisse de l'intérêt (1). En même temps que le taux de l'intérêt s'abaisse, le capital que le prêteur peut obtenir, par la vente de ses titres à la Bourse, augmente (2). Le capitaliste qui, en 1872, aurait placé 100.000 francs en rentes françaises 3 0/0, posséderait aujourd'hui 175.000 francs, ce qui représente une augmentation de 2 0/0 environ par an ; avec les intérêts régulièrement perçus, qui étaient de 5,40 0/0 sur le capital primitif, le prêteur aurait obtenu un revenu annuel moyen de 7,40 0/0. Comme le fait remarquer M. Leroy-Beaulieu (3), les personnes ayant déjà une fortune acquise, placée en valeurs

(1) Il en est de même du propriétaire d'actions qui, pendant la période de changement du taux de capitalisation, bénéficie d'une plus-value en capital sur ses titres.

(2) La valeur en Bourse peut s'élever jusqu'au chiffre fixé pour le remboursement ; elle peut même dépasser ce chiffre : c'est le cas de la rente française 3 0/0 amortissable qui, remboursable à 100 fr., a été cotée 105 fr. 10 en 1897.

(3) *Répartition des richesses*, p. 261.

sûres et à longue échéance, ont une sorte de privilège, analogue à celui des hommes qui, au début d'une civilisation ou à la naissance d'une ville, se sont emparés des terres les plus fertiles ou des meilleurs terrains. Mais cet avantage dont elles jouissent ne dure qu'un temps. Si le cours des rentes, que nous prenions comme exemple, continuait à s'élever, l'Etat emprunteur profiterait de son droit de remboursement et, pouvant emprunter à un taux plus faible, offrirait à ses créanciers leur remboursement ou la conversion.

Les propriétaires d'immeubles bâtis subissent les conséquences de la baisse de l'intérêt ; mais, comme les détenteurs de valeurs mobilières achetées au-dessous du pair, ils ont, pendant la période de changement du taux de capitalisation, l'avantage de voir s'élever la valeur en capital de leurs immeubles (1).

Le revenu des propriétaires de terres dépend du prix de vente des produits agricoles ; or l'accroissement des capitaux, en favorisant l'augmentation de la production et le développement de la concurrence entre ces produits, amène l'abaissement des prix ; le revenu des terres tend donc à décroître. Mais nous avons constaté que la valeur en capital des propriétés non bâties a diminué de 25 0/0 depuis trente ans ; il en est résulté une légère élévation du taux de placement en terres, taux qui est aujourd'hui celui des bonnes valeurs mobilières. Néanmoins, la situation d'un capitaliste qui aurait acheté une terre en 1875 pour la somme de 100.000 francs serait sensible-

(1) Nous avons montré précédemment que la baisse de l'intérêt influait dans le sens de la baisse des loyers ; elle atteint ainsi les revenus des propriétaires d'immeubles.

ment amoindrie puisqu'il ne pourrait en retirer maintenant que 75.000 francs.

Tous les capitalistes sont donc atteints par la baisse de l'intérêt. L'avantage qu'ils en retirent comme consommateurs, à raison du meilleur marché des produits agricoles et industriels, ne compense pas, à beaucoup près, la diminution de leurs revenus.

Comment la classe bourgeoise a-t-elle supporté cette crise ? Quels remèdes a-t-elle à sa disposition pour rétablir l'équilibre dans son budget ?

Les rentiers habitués à un certain luxe doivent se résoudre à changer leur train de vie et à diminuer leurs dépenses. Comme le fait remarquer M. Cheysson (1), la plupart, tenant à sauvegarder les apparences vis-à-vis d'eux-mêmes et des autres, ne se résignent à la déchéance extérieure qu'à la dernière extrémité ; ils commencent par réduire leurs économies annuelles, puis s'infligent ces économies intimes qui respectent la façade et se passent dans la coulisse : ils se désabonnent à des revues, diminuent leurs cotisations aux œuvres charitables, effectuent en un mot toutes les réductions de dépenses que rien ne révèle au public. Beaucoup sont contraints à entamer leur capital et à réduire la dot de leurs enfants ; la stagnation et même le léger recul du montant annuel des donations entre vifs depuis 1872 en sont la preuve :

(1) *Revue politique et parlementaire*, 10 novembre 1897, p. 311.

Années	Valeur des donations (millions de fr.)	Années	Valeur des donations (millions de fr.)
1850. . . .	658.5	1880	1117.3
1860. . . .	802.3	1885	1021.5
1869. . . .	930.2	1890	937.2
1870 (1) . .	682.2	1895	994.6
1872. . . .	1127.7	1900	1018.8
1873. . . .	1032.7	1905	1000.5
1875. . . .	1067.1		

D'autres capitalistes recherchent des placements risqués, afin de maintenir, sinon à 5 0/0, du moins à 4 ou 4 1/2 0/0, le rendement moyen de leur portefeuille. « On s'est mis, dit M. Léon Say, à la recherche de placements avec inquiétude, avec hâte et bientôt avec une furie singulière. C'est comme une frénésie qui leur fait perdre le jugement et qui les livre, bourgeois, rentiers et paysans, capitalistes petits et grands, à des courtiers véreux qui les dupent et les volent. Ils ne se rendent plus compte des conditions naturelles des affaires ; ils n'écoutent plus les conseils de la prudence, ils se brûlent à toutes les chandelles ; ils perdent le sentiment de la réalité (2). » La baisse du taux de l'intérêt est peut-être, en effet, l'une des causes qui ont poussé les rentiers français à placer

(1) Le montant des donations en 1870 a été très faible, la guerre ayant considérablement réduit le nombre des mariages. Le chiffre élevé des donations en 1872 s'explique par l'augmentation du nombre des mariages après la guerre.

Si l'on excepte les années 1889 et 1890, où le taux de la nuptialité fut le plus faible qui ait jamais été constaté en France (en temps de paix), c'est en 1896 (année où le taux de l'intérêt atteignit son minimum) que l'on constate le montant de donations le moins élevé depuis la guerre : 956 millions.

(2) Léon Say, *Les interventions de l'Etat à la Bourse depuis 100 ans*.

leurs épargnes dans les mines d'or du Transvaal et, comme le dit M. Cheysson, « dans toutes les entreprises qui faisaient les promesses les plus mirifiques avec la complicité de la presse ».

Certains chercheront à compenser la diminution de leurs revenus en spéculant à la Bourse (1). Les valeurs sérieuses haussant par le fait même de la baisse de l'intérêt, les capitalistes sont tentés de croire que toutes suivront la même marche ascendante. « Chacun, dit M. Claudio Jannet (2), cherche à réaliser une plus-value sur ses titres sans se préoccuper du dividende : l'entraînement de l'agiotage gagne ainsi des couches de plus en plus profondes. » Le bon marché des reports en temps normal, conséquence de l'abondance des capitaux, ne peut que favoriser la tendance vers les opérations à terme.

Les capitalistes ont enfin une ressource suprême pour se mettre à l'abri de la gêne, c'est de placer leurs fonds en rentes viagères (3). Si égoïste que soit le procédé, il n'en est pas moins un de ceux que les rentiers ont le plus mis en œuvre pour parer à l'amoindrissement de leurs revenus. Les statistiques que nous donnons dans le chapitre suivant vont nous permettre de le constater.

(1) Leroy-Beaulieu, *Econ. politique*, IV, p. 433 : la baisse du taux de l'intérêt développe la spéculation et porte aux crises.

(2) Claudio Jannet, *Le capital, la spéculation et la finance au XIX^e siècle*.

(3) M. Soulier dit, dans le *Bulletin de la Ligue nationale de la prévoyance et de la mutualité* (septembre 1897) : « Avec la baisse de l'intérêt, c'est la rente viagère qui doit garantir l'avenir des vieux jours. »

CHAPITRE IV

LES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET DE SECOURS MUTUELS.

LES CAISSES DE RETRAITES.

I. — *Sociétés d'assurances.*

Il faut aujourd'hui, pour jouir d'une certaine aisance, une fortune bien plus considérable qu'autrefois et les besoins ont sensiblement augmenté ; par suite, beaucoup de personnes, ne trouvant plus dans leur patrimoine ou leurs gains de quoi subvenir à leurs dépenses, doivent aviser aux moyens de rétablir l'équilibre. L'un de ces moyens, que nous indiquons en terminant le chapitre précédent, est l'assurance.

Les *assurances sur la vie* se divisent en deux catégories principales :

1^o L'*assurance en cas de décès*, qui a pour objet le paiement d'un capital ou le service d'une rente viagère, après le décès de l'assuré, soit aux héritiers du contractant, soit à la personne qu'il a désignée.

2^o L'*assurance en cas de vie*, qui peut elle-même revêtir deux formes : « l'*assurance à capital différé* », lorsque l'indemnité due par l'assureur est une somme d'argent exigible en une seule fois, si l'assuré est encore vivant à une époque déterminée ; « l'*assurance d'annuités différées ou de rente viagère différée* », si elle consiste en des paiements périodiques à partir d'une époque fixée.

Les Compagnies d'assurances ont créé d'ailleurs une

multitude de combinaisons. Elles comprennent aussi, parmi les assurances en cas de vie, la constitution de *rentes viagères immédiates*, bien qu'elle ne soit pas une assurance proprement dite. On oppose à ce dernier contrat de pouvoir être un acte de dissipation favorisant la paresse et le désordre ou un acte d'égoïsme aboutissant à déshériter une famille. A ce point de vue, on aurait à regretter le développement des constitutions de rentes viagères immédiates que fait ressortir le tableau suivant :

**Montant des rentes viagères immédiates en cours
au 31 décembre de chaque année (en milliers de fr.) (1).**

ANNÉES	milliers de fr.	ANNÉES	milliers de fr.	ANNÉES	milliers de fr.
1885	29.054	1895	59.557	1901	79.595
1890	38.899	1896	62.957	1902	82.942
1891	42.199	1897	67.193	1903	85.741
1892	47.569	1898	71.165	1904	88.204
1893	53.503	1899	74.059	1905	91.397
1894	56.741	1900	76.651	1906	94.987

Si ces chiffres semblent témoigner, en effet, d'une préférence de plus en plus marquée donnée au bien-être immédiat sur le souci de l'avenir de la famille, ils sont aussi, dans une large mesure, un symptôme du rétrécissement des revenus par suite de la cherté croissante des valeurs mobilières.

De toutes les variétés d'assurances, c'est la rente viagère différée, généralement exclusive de toute arrière-pensée mauvaise, qui s'adapte le mieux au plus grand nombre de situations. Si elle n'a guère d'intérêt pour la classe riche, qui est la minorité, elle présente déjà plus d'avantages pour la classe moyenne, mais c'est surtout

(1) Ces chiffres sont publiés, chaque année, dans le *Moniteur des Assurances*, numéro du 15 juillet.

aux ouvriers qu'elle est le plus susceptible de rendre de grands services. Dans cette catégorie, le capital disponible fait défaut ou n'est pas assez important pour que les arrérages en compensent l'aliénation à fonds perdus. Il faut créer peu à peu un fonds suffisant de constitution par des économies réalisées sur les ressources courantes, mais la baisse du taux de l'intérêt est venue rendre plus difficile le but à atteindre. Avec un taux d'intérêt de 3 ou 3 1/2 0/0, il faut, en effet, épargner beaucoup plus pour se constituer la même rente viagère ou le même capital qu'avec un taux de 4 ou 5 0/0, de sorte que le taux de l'intérêt équivalait pour l'ouvrier prévoyant à un abaissement de salaire, puisqu'il lui faut prélever davantage sur ses gains pour assurer sa vieillesse, ou pour garantir les siens contre la misère (1). Le tableau suivant montre le développement des rentes viagères différées servies par les Compagnies d'assurances :

Montant des rentes viagères différées
en cours au 31 décembre de chaque année.

ANNÉES	francs.	ANNÉES	francs.	ANNÉES	francs.
1885	2.424.052	1893	3.741.782	1900	4.382.169
1886	2.434.222	1894	3.896.694	1901	4.523.767
1887	2.493.746	1895	3.926.189	1902	4.629.499
1888	2.662.656	1896	4.078.694	1903	4.669.556
1889	2.725.137	1897	4.180.765	1904	4.765.819
1890	2.919.886	1898	4.313.425	1905	4.822.907
1891	2.910.758	1899	4.330.609	1906	5.031.423
1892	3.236.927				

Un autre indice du rétrécissement des revenus résulte de la progression rapide des prêts sur les polices de toute espèce en cours. On décide de se créer des res-

(1) Aussi constatons-nous une progression beaucoup plus rapide des rentes viagères immédiates que des rentes viagères différées.

sources pour ses vieux jours, à l'aide de versements successifs ; mais la gêne survient, on éprouve de la difficulté à acquitter ses primes et l'on se procure de l'argent en empruntant sur sa police (1).

Voici le montant des sommes dues aux Compagnies d'assurances pour prêts consentis sur leurs polices :

Montant des sommes dues aux Compagnies d'assurances sur la vie pour prêts consentis sur leurs polices (au 31 décembre de chaque année).

ANNÉES	milliers de fr.	ANNÉES	milliers de fr.	ANNÉES	milliers de fr.
1890	45.795	1896	63.784	1902	79.013
1891	52.493	1897	65.806	1903	82.366
1892	54.382	1898	69.114	1904	85.452
1893	57.354	1899	73.814	1905	86.884
1894	58.487	1900	73.466	1906	86.952
1895	61.235	1901	75.886		

« Les prêts sur polices, disait M. Rochetin en 1897, se sont multipliés au-delà des proportions ordinaires. Cette constatation est fâcheuse à tous égards ; car elle indique un état de gêne chez les assurés, par suite une certaine difficulté à acquitter leurs primes, ce qui les force à renoncer bientôt à leurs contrats. On peut dire que c'est le signe des résiliations prochaines » (2).

La diminution du taux de l'intérêt n'a pas atteint seulement les assurés ; elle a étendu ses effets sur les Compagnies d'assurances elles-mêmes, dont les opérations

(1) Ce recours est un des avantages indirects de l'assurance sur la vie, qui permet de garder la pleine garantie du contrat et d'éviter soit des embarras d'argent, soit des réalisations de valeurs au moment d'une hausse.

(2) La production des Compagnies françaises et américaines d'assurances sur la vie. *Journal des économistes*, février 1897.

annuelles se sont resserrées, comme l'indique le tableau suivant, dont les chiffres sont extraits du *Moniteur des assurances*, du 15 juillet 1907 :

ANNÉES	Capitaux assurés pendant l'année	Rentes viagères immédiates constituées pendant l'année	ANNÉES	Capitaux assurés pendant l'année	Rentes viagères immédiates constituées pendant l'année
	milliers de fr.	milliers de fr.		milliers de fr.	milliers de fr.
1885	441.130	3.518	1896	315.923	6.673
1886	435.288	3.212	1897	338.584	7.715
1887	406.880	3.471	1898	349.060	7.800
1888	420.635	3.498	1899	353.480	6.900
1889	392.841	4.355	1900	365.403	6.900
1890	428.347	5.646	1901	357.000	7.090
1891	447.829	5.919	1902	359.000	7.400
1892	473.566	8.057	1903	370.000	7.100
1893	495.996	8.757	1904	378.654	6.865
1894	296.451	6.495	1905	392.738	8.061
1895	282.378	6.440	1906	440.155	8.307 (1)

On remarque la brusque dépression des résultats en 1894. Elle coïncide avec la double réforme que les compagnies durent apporter, à cette époque, dans leur fonctionnement. Il leur était démontré, en effet, que la capitalisation à 4 0/0 de leurs réserves, qui servait de base à leurs tarifs, était trop élevée et que le taux de 3 1/2 0/0 s'imposait à toutes les Compagnies qui ne voudraient pas sacrifier à des considérations d'ordre inférieur la sécurité qu'elles doivent offrir à leurs adhérents.

Cette diminution de bonification, qui raréfiait leur clientèle, ne fut pas la seule mesure que les Compagnies

(1) Le montant total des capitaux en cours pour les 15 Compagnies d'assurances à primes fixes s'élevait, au 31 décembre 1906, à 3.638 millions ; et le chiffre des rentes viagères immédiates et différées était, à la même époque, de 100.018.636 francs (*Moniteur des assurances*, numéro du 15 juillet 1907, p. 329).

se trouvèrent amenées à prendre : l'abaissement du taux moyen de revenu qu'elles pouvaient réaliser dans leurs placements en valeurs autorisées par leurs statuts, rendait de plus en plus difficile un emploi suffisamment rémunérateur de leurs réserves ; aussi modifièrent-elles la composition de leurs portefeuilles dans la limite de leurs droits, d'abord, et, en 1898, demandèrent-elles et furent-elles autorisées par le Conseil d'Etat à élargir le champ de leurs placements. Le tableau ci-dessous donne, en milliers de francs, l'importance comparative des principales valeurs composant leur avoir (1) :

ANNÉES	Fonds d'Etat français	Valeurs françaises garanties par l'Etat français	Immeubles	Placements hypothécaires	Valeurs étrangères
1890	174.977	469.962	340.240	62.502	59.368
1891	189.400	500.552	372.045	70.607	60.416
1892	258.856	493.935	398.010	77.365	75.225
1893	295.425	507.984	418.890	88.423	92.228
1894	299.094	525.168	438.995	97.227	113.172
1895	301.000	552.538	455.858	105.384	147.953
1896	304.589	573.914	481.137	124.311	165.186
1897	287.117	597.087	510.719	130.945	200.317
1898	282.341	624.610	528.843	134.817	225.302
1899	278.675	642.533	541.664	142.192	249.374
1900	262.719	651.777	555.340	142.370	268.303
1901	270.842	662.460	562.902	144.432	292.942
1902	268.759	691.510	563.838	143.367	332.012
1903	269.885	691.173	568.647	154.023	362.337
1904	270.257	696.298	569.902	158.155	388.454
1905	266.479	709.266	565.337	145.767	415.553
1906	267.013	724.728	563.788	148.397	444.785

C'est une croyance répandue que les Compagnies d'assurances absorbent de grandes quantités de rente 3 0/0 pour l'emploi de leurs capitaux ; on voit cependant que

(1) Les chiffres de ce tableau sont extraits du *Moniteur des assurances* (numéros de juillet des années 1891 à 1907).

depuis plusieurs années la réalité est tout l'opposé. Au lieu de 304 millions en rente 3 0/0 qu'elles possédaient en 1896, elles n'en avaient plus que 267 en 1906, abandonnant ainsi peu à peu 37 millions de nos fonds d'Etat, soit plus de 12 0/0 du chiffre de 1896. Cette diminution, due à l'intérêt absolument insuffisant de 2,90 0/0 que rapportait la rente française en 1896-1897, retient d'autant plus l'attention que tous les autres chapitres du portefeuille des Compagnies sont en progression marquée. Si l'on compare, en effet, les chiffres des mêmes années 1896 et 1906, on constate des augmentations de 26 0/0 sur les valeurs françaises garanties par l'Etat, de 17 0/0 sur les immeubles, de 19 0/0 sur les placements hypothécaires, de 169 0/0 sur les valeurs étrangères. Les placements en immeubles ne pouvant être effectués que dans des proportions limitées par des sociétés obligées de se réserver d'importantes disponibilités, le choix des Compagnies d'assurances s'est porté principalement sur les valeurs étrangères (1).

(1) Le mode d'assurance sur la vie, par lequel on transforme des annuités à temps ou prélèvements successifs sur le revenu en un capital, a cet inconvénient que, par suite des frais généraux des Compagnies d'assurances (13.312.439 francs pour 1906), des commissions qu'elles ont à payer à leurs agents (15.113.211 francs), des dividendes qu'elles distribuent à leurs actionnaires (17.937.838 fr. dividendes et réserves réunis), sommes représentant dans l'ensemble environ un tiers du montant des primes, le taux de l'intérêt dont bénéficie l'assuré sur les cotisations qu'il a versées est inférieur à celui que lui auraient procuré des placements directs et n'atteint probablement pas 2 1/2 0/0. Aussi peut-on se demander si les personnes qui sont au large et en mesure d'acheter elles-mêmes des valeurs mobilières avec l'excédent de leurs revenus sur leurs dépenses, ont avantage à se faire assurer sur la vie. Les personnes qui ont peu de capital, mais des salaires ou revenus professionnels de quelque importance, ont intérêt à s'assurer sur la vie,

II. — *Sociétés de secours mutuels.*

Les Compagnies d'assurances peuvent se diviser en deux groupes distincts : les sociétés à primes fixes et les sociétés mutuelles. Les tableaux qui précèdent ne concernent que le premier de ces groupes. Dans l'assurance mutuelle, un certain nombre de personnes mettent en commun leurs risques. Chaque associé est assuré pour la somme qu'il met en risques ; par contre, il est assureur non seulement de sa propre valeur, mais de la totalité des valeurs apportées dans la société, et il est assureur de cet ensemble dans la proportion du risque qu'il a lui-même apporté dans l'association.

La réunion des rôles d'assureur et d'assuré exclut des sociétés mutuelles toute idée de bénéfices, et l'absence d'un capital à rémunérer réduit les déboursés aux besoins stricts de l'association, d'où une économie notable par comparaison avec les frais des sociétés à primes fixes.

La décroissance du taux de l'intérêt qui s'est manifestée depuis près d'un demi-siècle n'a pu que favoriser le développement des sociétés mutuelles (1). Nous avons vu, en effet, que les Compagnies d'assurances sur la vie avaient été obligées d'abaisser leur taux de capitalisa-

car, en même temps qu'elle procure en cas de mort prématurée un capital qui n'aurait pu être formé intégralement par l'épargne, l'assurance induit à des économies continues et méthodiques et prévient les risques des placements ; en outre, une grande société organisée à cet effet peut mieux qu'un simple particulier pratiquer la capitalisation à intérêts composés.

(Voir, à ce sujet, l'ouvrage de M. P. Leroy-Beaulieu, *L'art de placer et gérer sa fortune.*)

(1) Leroy-Beaulieu, *Essai sur la répartition des richesses*, p. 263, note.

tion de 4 à 3 1/2 0/0 ; si elles ne pouvaient plus servir à leurs adhérents qu'un intérêt de 1 1/2 à 2 0/0 du montant des primes, ce qui n'est pas impossible étant donnée l'importance des frais généraux, elles perdraient certainement la majeure partie de leur clientèle qui se tournerait vers les sociétés mutuelles. La baisse de l'intérêt ne peut que diminuer les avantages offerts par les Compagnies d'assurances ; les sociétés mutuelles, au contraire, semblent pouvoir maintenir quelque temps, avec les subventions de l'Etat, le taux de 4 1/2 0/0 qu'elles assurent à leurs capitaux. Aussi voyons-nous ces dernières se développer très rapidement, comme l'indique le tableau suivant (1) :

ANNÉES	Nombre de mutualistes	Fortune des sociétés de secours mutuels
		francs
1870	845.939	62.170.984
1890	1.436.366	173.472.411
1895	1.595.438	226.982.120
1898	1.909.479	278.855.397
1901	2.359.813	338.881.355
1903	2.807.931	406.724.887
1905	3.750.000	426.000.000
1906	4.500.000	500.000.000 (2)

Sans les subventions importantes qu'elles reçoivent, les sociétés mutuelles seraient vivement éprouvées par la baisse de l'intérêt ; les écarts entre les prévisions et

(1) Les chiffres de 1870, 1890, 1898 et 1905 sont extraits de l'*Almanach des mutualistes*, année 1906, p. 31 ; celui de 1903 figure dans l'*Annuaire statistique de la France*, 1906, p. 323 ; celui de 1906 dans les *Documents parlementaires*. Sénat, annexe 461 (13 avril 1907), p. 158.

(2) L'actif des Compagnies d'assurances sur la vie était, au 31 décembre 1906, de 2.657 millions.

les réalités, s'il y en a, sont, en effet, supportés par les assurés eux-mêmes ; la conséquence est ou bien l'augmentation de la contribution individuelle, ou bien la réduction des secours distribués (1).

Jusqu'à présent, les mutualistes ont obtenu la fixité légale d'un taux de faveur de 4 1/2 0/0 pour leurs capitaux (2). La suppression de ce taux exceptionnel a déjà été agitée, en raison des difficultés budgétaires. L'avoir des sociétés mutuelles à la Caisse des dépôts et consignations rapportant 3,11 0/0 en 1906, c'est un sacrifice de 1 fr. 39 0/0 que s'impose l'Etat pour assurer un rendement de 4,50 0/0 (3). Au budget du ministère du travail pour 1908 figure une somme de 7.725.000 francs de subventions aux sociétés mutuelles, dont 3.325.000 fr. de bonification d'intérêts (4). Les avantages résultant de la bonification d'intérêts représentent donc près de la moitié de l'ensemble des subventions ; c'est là une charge

(1) Par contre, les excédents de recettes sont, le cas échéant, répartis entre les membres de la société, au lieu de profiter aux actionnaires comme dans les Compagnies d'assurances à primes fixes.

(2) L'article 24 de la loi du 1^{er} avril 1898 dispose que le compte courant et le fonds commun, que possèdent à la Caisse des dépôts et consignations les sociétés de secours mutuels, portent intérêt à un taux égal à celui de la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse ; et la loi du 31 mars 1903 ajoute : « la différence entre le taux fixé par le paragraphe précédent et le taux de 4 1/2 0/0, déterminé par le décret-loi du 26 mars 1852 et le décret du 26 avril 1856, sera versée, à titre de bonification, à chaque société de secours mutuels approuvée ou reconnue d'utilité publique, en raison de son avoir à la Caisse des dépôts et consignations (fonds libres et fonds de retraites), au moyen d'un crédit inscrit chaque année au budget du ministère de l'intérieur. »

(3) *Almanach des mutualistes*, 1906, p. 164.

(4) Les subventions de l'Etat, des départements et des communes représentent un total d'environ 9 millions par an.

de plus en plus lourde pour l'Etat, et le seul danger qu'aient à craindre les sociétés mutuelles du fait de la baisse du loyer de l'argent, c'est la réduction, déjà proposée, à 4 0/0 de l'intérêt servi à leurs capitaux.

III. — *Caisse de retraites.*

D'une manière générale, l'abaissement du taux de l'intérêt entrave singulièrement les combinaisons de pensions de retraites et rend plus difficile pour ceux qui pensent à l'avenir le moyen de prélever la part de leur vieillesse sur leurs gains quotidiens. Avec un intérêt moindre, il faut épargner infiniment plus pour se former une pension. C'est ainsi, dit M. Cheysson (1), que « moyennant un versement annuel de 50 francs pendant 30 ans, de 25 à 55 ans, l'ouvrier obtiendra une pension de 410 francs à 55 ans, avec un taux de 5 0/0. Si le taux tombe à 3 1/2 0/0, la pension sera réduite à 270 francs, c'est-à-dire de plus du tiers (34 0/0). Pour obtenir une pension de 20 sous par jour à 55 ans, il aura à s'imposer, pendant 30 ans, à partir de 25 ans, une retenue annuelle qui sera de 41 francs avec le taux de 5 0/0, mais qui devra s'élever à 66 fr. 70 avec celui de 3 1/2 0/0. »

L'abaissement du loyer de l'argent a atteint gravement les ouvriers laborieux et prévoyants en obligeant les caisses de retraites à réduire leurs allocations. Ainsi, d'après la loi du 18 juin 1850, la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse capitalisait à 5 0/0 les versements qui lui étaient faits. La combinaison ayant été accueillie avec grande faveur, le gouvernement craignit que la Caisse ne devînt onéreuse pour l'Etat ; le taux de 5 0/0 fut donc

(1) *Bulletin de la Société d'économie politique*, 1893, p. 20.

abaissé à 4 1/2 0/0 par la loi du 28 mai 1853 ; la loi du 20 décembre 1872 rétablit le taux de 5 0/0. Mais, lorsque le rendement des rentes françaises que la Caisse achetait avec les sommes versées tomba au-dessous de 4 0/0, le système dut être réformé. La Caisse s'étant trouvée en déficit de 75 millions en 1882, la loi du 29 décembre 1882 ramena à 4 1/2 0/0 le taux de capitalisation des versements, et celle du 20 juillet 1886 décida que ce taux serait variable et fixé annuellement par décret (1). Actuellement, il n'est plus que de 3 1/2 0/0 et il est à prévoir que la nécessité de faire emploi des capitaux disponibles à des taux de plus en plus réduits et la baisse du rendement moyen du portefeuille qui en sera la conséquence ne permettront pas toujours de maintenir ce chiffre ; jusqu'à présent, cependant, le taux moyen des placements a pu rester légèrement supérieur à 3 1/2 0/0 (2).

La difficulté plus grande de se constituer une retraite est, pour beaucoup de personnes, un des grands incon-

(1) D'après son mécanisme actuel, la Caisse nationale des retraites, tout en continuant à opérer sous la garantie de l'Etat, n'est plus un danger pour le Trésor public ; elle est un établissement indépendant, administré gratuitement, sans bénéfice pour l'assureur, et pourvoit au service des rentes viagères au moyen de ses propres ressources, comme une Compagnie d'assurances qui encaisse, capitalise et paie. Les sommes nécessaires pour assurer le service des arrérages sont déposées en compte-courant au Trésor. Le taux d'intérêt de ce compte est fixé par le ministre et ne peut être inférieur au taux d'après lequel est calculé, pour l'année, le montant des rentes viagères à servir aux déposants (loi du 20 juillet 1886, art. 22).

La baisse du taux de l'intérêt ne peut donc pas ici, comme en matière de sociétés de secours mutuels, amener une augmentation des charges du budget de l'Etat.

(2) La loi du 20 juillet 1886 dispose que le taux servant de base aux tarifs ne peut varier que par fraction de 0 fr. 25.

vénients de la baisse du taux de l'intérêt ; mais l'épargne nécessaire pour se constituer une retraite à un certain âge n'est pas le seul élément à considérer ; il faut tenir compte aussi du degré de facilité à la réaliser ; or, nous avons vu que la baisse de l'intérêt n'a pu que favoriser la hausse des salaires et la diminution des prix des objets de consommation, ralentir l'augmentation du coût des loyers. « Si un logement revient à 4.000 francs, dit M. Cheysson (1), une réduction en capital de 1 0/0 sur le taux de l'intérêt équivaut à 40 francs d'économie annuelle pour le loyer. Avec cette somme de 40 francs on peut faire face à la même réduction de 1 0/0 sur le taux de l'intérêt pour une pension de 800 francs, à 55 ans. » Au point de vue des ouvriers, l'élévation de la prime qu'ils ont à verser à la caisse des retraites pour se constituer une pension n'est donc pas sans compensation.

Si la baisse de l'intérêt n'a pas eu que des inconvénients pour les ouvriers, elle a, par contre, entraîné de lourdes charges pour les grandes sociétés qui constituent des retraites à leurs employés, et notamment pour les Compagnies de chemins de fer (2). L'obligation pour ces dernières, depuis 1895 environ, de rectifier les calculs de leurs pensions de retraites, a eu pour conséquence de mettre à contribution les bénéfices annuels pour des chiffres considérables (3). En nous reportant aux rapports

(1) *Bulletin de la Société d'économie politique*, 1893, p. 24.

(2) Le taux de l'intérêt, disait le conseil d'administration de la Compagnie de l'Ouest à l'assemblée générale du 30 mars 1892, subissant un amoindrissement continu sur les prévisions primitives, il est devenu nécessaire d'augmenter les allocations en faveur de la caisse des retraites.

(3) De 1890 à 1904, les versements faits par les six Compagnies aux Caisses de retraites se sont élevés à 568 millions. La moyenne

annuels du chemin de fer du Nord, nous pourrons établir la genèse des capitaux appliqués depuis 1895 par cette Compagnie à la constitution des pensions de retraites ; ces rapports nous fournissent, en effet, le tableau suivant :

31 DÉ- CEMBRE	Provisions spéciales	Réserves spéc. pour pensions de retraites	Fonds des pensions pour accidents	Réserve statutaire	Réserve extraordi- naire
	millions de fr.	millions de fr.	millions de fr.	millions de fr.	millions de fr.
1895	»	25	»	3	14
1896	30	24	»	3	1
1897	41	25	»	3	1
1898	43	26	4	3	8
1899	45	27	5	3	17
1900	47	27	5	3	25
1901	»	75	6	3	26
1902	»	90	6	3	13
1903	»	90	7	3	15
1904	»	90	7	3	19
1905	»	101	8	3	16
1906	»	104	9	3	28
1907	»	110	9	3	30

On voit que le chapitre des « réserves spéciales pour pensions de retraites » a formé pour ainsi dire le réservoir dans lequel se sont déversées chaque année, au fur et à mesure des nécessités, les « provisions spéciales » et une portion de la « réserve extraordinaire ». Jusqu'en 1900, les bénéfices avaient contribué, à concurrence de 47 millions, à la constitution des « provisions spéciales ». En 1901, cette somme, ajoutée à celle de 27 millions déjà portée aux « réserves spéciales », a élevé cette dernière à 75 millions. En 1902, un prélèvement de 13 millions

annuelle de ces versements est en progression constante ; le chiffre de la dotation a atteint, en 1904, 39.328.740 francs, en augmentation de 16 millions sur celui de l'année 1890.

aux « réserves extraordinaires » et l'addition des intérêts de la somme de 75 millions portèrent à 90 millions les « réserves pour pensions de retraites ». En 1905, 1906 et 1907, de nouveaux prélèvements sur les bénéfices et sur les réserves extraordinaires permirent d'atteindre le chiffre de 110 millions (1).

Toutes les Compagnies de chemins de fer ont montré la même prudence que la Compagnie du Nord ; grâce aux sacrifices consentis par les actionnaires, elles semblent aujourd'hui avoir fait face à toutes les charges que la baisse du taux de l'intérêt et les lois nouvelles leur ont imposées pour l'organisation des pensions de retraites de leur personnel.

(1) La baisse du taux de l'intérêt n'a pas été la cause unique de l'obligation pour les Compagnies d'accroître leurs « réserves pour pensions de retraites ». Les lois des 27 décembre 1890, 27 décembre 1895, 10 avril 1902, en remaniant le régime des retraites des employés de chemins de fer, ont sensiblement augmenté les charges des Compagnies.

CONCLUSION

Bien loin que notre époque ait réservé, comme les socialistes l'en accusent, toutes ses rigueurs aux humbles et toutes ses faveurs au monde des capitalistes, la proposition inverse nous semble vraie. Partout où les fortunes acquises dans le passé ne s'alimentent plus par l'effort actuel, le revenu diminue et, « par suite de cette double influence en sens inverse, qui s'exerce sur le capital pour le déprimer et sur le travail pour l'élever, les classes d'un pays se pénètrent et se confondent » (1).

Les fortunes déjà faites disparaissent à la longue par les partages successoraux, par la prodigalité, les accidents ; il se forme, d'autre part, peu de grosses fortunes nouvelles puisque, au lieu de quinze années de travail ou d'épargne, par exemple, il en faut vingt-cinq ou trente pour arriver à vivre uniquement de son revenu. Les grandes fortunes de spéculation, notamment, sont plus rares : ce qui les crée, ce sont les emprunts de guerre, les nombreuses entreprises nouvelles, les oscillations de la Bourse ; or, tous ces éléments de fortune rapide manquent dans une période où le taux de l'intérêt tend à baisser. Il est plus difficile de vivre de ses rentes, les assurances sur la vie et les pensions de retraites deviennent moins avantageuses. La situation de la classe moyenne est donc plus dépendante ; chacun doit travailler davantage et jusqu'à une époque plus avancée de la vie. L'oi-

(1) Cheysson, *La crise du revenu et l'ère du travail*.

sivété héréditaire devient exceptionnelle, sous peine de déchéance. L'épargne est moins tentante pour les personnes ayant déjà de grandes fortunes, puisqu'elle est de moins en moins productive ; le goût des dépenses de luxe, notamment celles d'ameublement et de logement, s'accroît. En sens contraire, l'épargne devient plus habituelle aux classes inférieures, car le développement de l'instruction augmente chez elles la prévoyance, et aussi parce que les placements populaires sont ceux qui éprouvent le plus tard et dans la moindre mesure l'effet de la baisse de l'intérêt, l'ouvrier trouvant dans des valeurs de premier ordre, comme les rentes sur l'Etat, un intérêt aussi rémunérateur que celui qui lui était auparavant fourni par les caisses d'épargne.

Rappelant une expérience de physique, M. Cheysson (1) compare l'action de la baisse des revenus sur notre société à l'influence de la température sur la densité des liquides : « Les diverses couches sont incessamment remuées et s'échangent. Chacun peut aspirer à tout ; chacun peut prétendre à devenir contremaitre, ingénieur, patron... Notre organisation sociale ne connaît plus ni compartiments, ni cloisons et enclos où sont parquées les castes ; notre société est une société de parvenus. » « Je vois, disait aussi M. Waldeck-Rousseau (2), tout un peuple d'employés et d'ouvriers s'élevant peu à peu et dont se détache à chaque instant une élite, fille de ses œuvres, prolétaires d'hier, artisans d'aujourd'hui, capitalistes de demain ; ce que le socialisme eût été impuis-

(1) *La crise du revenu et l'ère du travail.*

(2) Banquet de la Société des industriels et des commerçants (7 avril 1897).

sant à réaliser par la violence, le jeu naturel des forces économiques est en train de le faire. »

S'il faut souhaiter la baisse de l'intérêt au point de vue de la répartition des richesses, il faut aussi la souhaiter, croyons-nous, au point de vue de la production.

Dans la doctrine de Turgot, la baisse de l'intérêt est toujours un bien ; elle amène un surcroît d'activité et de production, facilite les affaires, stimule l'esprit d'entreprise ; elle n'est nuisible qu'au capitaliste (1).

D'après Adam Smith, Stuart Mill, Mac Culloch, la baisse de l'intérêt au-delà de certaines limites conduirait à un « état stationnaire », c'est-à-dire un ralentissement de l'activité et de l'esprit d'entreprise, une certaine dépression des classes moyennes, la stagnation des salaires, la réduction de l'épargne, l'augmentation des consommations de luxe, enfin l'accroissement des dépenses de l'Etat.

Turgot semble n'avoir envisagé qu'une des faces de la réalité : la baisse de l'intérêt ne vient pas toujours de la seule abondance des capitaux, auquel cas ce serait toujours un bien, mais de ce que les emplois productifs se font plus rares ; ce n'est pas uniquement l'offre des capi-

(1) On peut, dit Turgot, regarder le prix de l'intérêt comme une espèce de niveau au-dessous duquel tout travail, toute culture, toute industrie, tout commerce cessent. C'est comme une mer répandue sur une vaste contrée. Les sommets des montagnes s'élèvent au-dessus des eaux, et forment des îles fertiles et cultivées. Si cette mer vient à s'écouler, à mesure qu'elle descend, les terrains en pente, puis les plaines et les vallons paraissent et se couvrent de productions de toute espèce. Il suffit que l'eau monte ou s'abaisse d'un pied pour inonder ou pour rendre à la culture des plages immenses. C'est l'abondance des capitaux qui anime toutes les entreprises, et le bas intérêt de l'argent est, tout à la fois, l'effet et l'indice de l'abondance des capitaux.

taux qui en avilit la rémunération, c'est aussi la réduction de la demande (1).

Quoi qu'il en soit, il est certain que plus le taux de l'intérêt est élevé, plus le commerce et l'industrie ont de peine à obtenir les ressources qui leur sont nécessaires, parce que les capitalistes, trouvant aisément à la Bourse des placements sûrs et rémunérateurs, préfèrent ces emplois aux commandites qui leur font courir des risques et immobilisent pour longtemps leurs capitaux. Au contraire, plus le loyer de l'argent est faible, plus le commerce et l'industrie ont de facilités pour se procurer des capitaux, les détenteurs de ceux-ci étant plus disposés à abandonner les valeurs mobilières pour consentir des commandites qui leur promettent un revenu plus élevé (2).

Le taux de l'intérêt de l'argent, ou, plus exactement, le prix que l'on paye pour s'en servir, entre dans tous les calculs qui ont pour objet un profit à réaliser dans une entreprise et devient ainsi une partie du coût de production. Si, dans un contrat de vente ou d'achat de marchandises, on ne voit pas mentionner des intérêts, c'est parce qu'ils se confondent avec le prix principal ; le vendeur les a fait entrer dans son prix de revient. Il importe donc à la société que le taux de l'intérêt soit peu élevé, tout en donnant aux capitaux une rémunération suffisante

(1) Dans l'assemblée générale du Crédit foncier du 1^{er} avril 1897, le gouverneur, M. Labeyrie, expliquait la moindre productivité dans laquelle était entré cet établissement par « la baisse continue du loyer de l'argent, le ralentissement des affaires industrielles et l'inaction d'une quantité de capitaux ».

(2) Il est bien certain, en effet, que si l'intérêt est à 3 0/0, une industrie qui peut produire 8 ou 10 0/0 a plus de chances de trouver des commanditaires que si l'intérêt est à 7 ou 8 0/0.

pour ne pas pousser à l'exagération des dépenses improductives.

Quant à « l'état stationnaire » que Stuart Mill appelait « l'inévitable nécessité », il semble qu'il ne puisse jamais être complet ; il y aura toujours des inventions mécaniques et des découvertes scientifiques qui donneront au travail un nouvel essor. Ce qui éloigne encore de l'état stationnaire, c'est que le monde n'est pas tout entier arrivé au même degré industriel, c'est qu'il y a des contrées inhabitées ou insuffisamment peuplées vers lesquelles peut se porter l'émigration des capitaux et des hommes. Le cri qui s'élève de toutes parts : « des débouchés nouveaux » peut donc avoir encore une réponse.

Vu :

Le Président de la thèse,
TRUCHY.

Vu :

Le Doyen,
CH. LYON-CAEN.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
L. LIARD.

BIBLIOGRAPHIE

About. — Le progrès.

Almanach des mutualistes.

Annuaire des contributions directes et du cadastre.

Annuaire statistique de la France.

Avenel (d'). — La fortune privée à travers sept siècles.

— Histoire économique de la propriété, des salaires, des denrées et de tous les prix en général depuis l'an 1200 jusqu'à l'an 1800.

Bastiat. — Capital et rente.

Baudrillart. — Manuel d'économie politique.

Berteaux. — Rapport général du budget de 1903.

Blaize. — Des monts-de piété et des banques de prêts sur gages, 1856.

Bulletin de l'Office du travail.

Bulletin de la Société d'économie politique.

Bulletin de statistique et de législation comparée.

Cahen. — De l'influence de la baisse du taux de l'intérêt sur la hausse des salaires, 1899.

Carnegie. — L'empire des affaires.

Cauwès — Précis du cours d'économie politique.

Cheysson. — Le rôle et le devoir du capital.

— La baisse du taux de l'intérêt et les institutions de prévoyance.

Cochery (G.). — Rapport général du budget de 1896.

Courcelle-Seneuil. — Traité des opérations de banque.

Courtois. — Manuel des fonds publics.

— Traité des opérations de Bourse.

Dictionnaire d'économie politique.

Foville (de). — *La France économique.*

— Cours à l'Ecole des sciences politiques.

Gide. — Economie sociale.

— Principes d'économie politique.

Joubert. — La rente et l'impôt.

Journal le Rentier.

Journal des Débats.

Journal des Economistes.

Journal l'Economiste européen.

Journal l'Economiste français.

Journal le Temps.

Leroy-Beaulieu (P.). — Traité d'économie politique.

— Essai sur la répartition des richesses.

— L'art de placer et gérer sa fortune.

Levasseur. — La population française.

Lévy (R.-G.). — Cours à l'Ecole des sciences politiques.

Moniteur des assurances.

Neymarck. — Rapport sur la statistique internationale des valeurs mobilières.

— Le morcellement des valeurs mobilières, les salaires, la part du capital et du travail.

Passy (F.). — Leçons d'économie politique.

Revue politique et parlementaire.

Revue des Deux-Mondes.

Revue le Correspondant.

Revue de la prévoyance et de la mutualité.

Saugrain. — Des variations du taux de l'intérêt, 1896.

Say (J.-B.). — Economie politique.

Souchon. — La situation des ouvriers en France à la fin du XIX^e siècle (conférence au Musée social).

Turquan. — La fortune privée en France.

Wolowski. — De l'organisation du Crédit foncier.

Zolla. — Etudes d'économie rurale.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1

PREMIÈRE PARTIE

DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INRÉRÊT EN FRANCE PRINCIPALEMENT DEPUIS 1870. .	3
CHAPITRE PREMIER. — Intérêt des capitaux immobiliers.	5
SECTION I. — <i>Propriété non bâtie</i>	5
SECTION II. — <i>Propriété bâtie</i>	9
CHAPITRE II. — Intérêt des capitaux mobiliers	14
Fluctuations de la rente française	21
Obligations de chemins de fer	23
Obligations du crédit foncier.	28
Actions de chemins de fer.	28
Autres valeurs	31
CHAPITRE III. — Intérêt des capitaux flottants	34
SECTION I. — <i>Bons du trésor</i>	35
SECTION II. — <i>Escompte</i>	37
SECTION III. — <i>Reports</i>	45
SECTION IV. — <i>Avances sur titres</i>	50
CONCLUSION	59

DEUXIÈME PARTIE

CAUSES DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT	61
CHAPITRE PREMIER. — Causes générales de variation du taux de l'intérêt	64

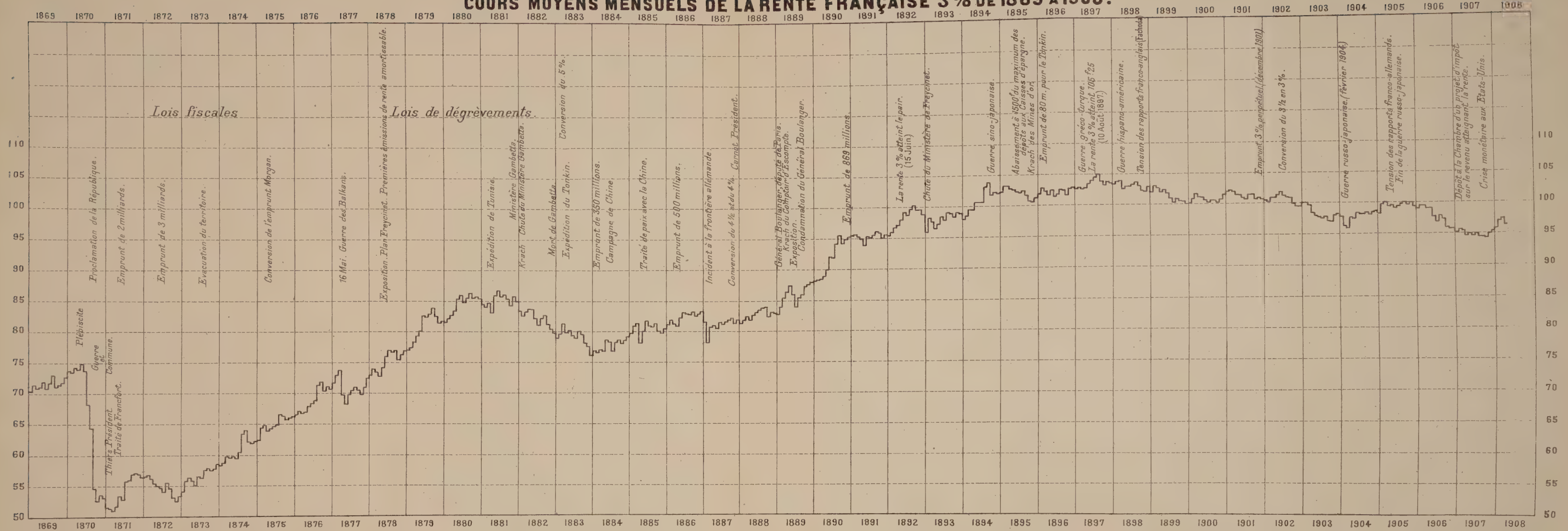
SECTION I. — <i>Facteurs qui ont tendu à l'abaissement du taux de l'intérêt.</i>	64
I. — Abondance des capitaux.	64
II. — Sécurité plus grande des transactions.	71
III. — Diminution de productivité des capitaux nouvellement créés.	71
a) Dans l'agriculture.	71
b) Dans l'industrie et les transports.	73
c) Dans le commerce	74
SECTION II. — <i>Facteurs qui ont tendu à l'élévation du taux de l'intérêt.</i>	75
I. — Progrès industriels	76
II. — Emigration des capitaux vers les pays neufs	78
III. — Perturbations politiques.	80
CHAPITRE II. — Causes spéciales de variation du taux de l'intérêt	84
SECTION I. — <i>Capitaux mobiliers</i>	84
I. — Durée du prêt	84
II. — Facilité des négociations.	86
III. — Importance de la somme prêtée.	88
IV. — Régime fiscal.	89
SECTION II. — <i>Capitaux immobiliers.</i>	90
CHAPITRE III. — Le taux de l'intérêt dans l'avenir	94

TROISIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE LA BAISSÉ DU TAUX DE L'INTÉRÊT	97
CHAPITRE PREMIER. — Les prix	98
SECTION I. — <i>Les loyers.</i>	101
SECTION II. — <i>Les produits manufacturés</i>	103
SECTION III. — <i>Les produits agricoles</i>	106
CHAPITRE II. — Les salaires	111

SECTION I. — <i>Intérêt qu'il y a à examiner si la baisse du taux de l'intérêt a influencé les salaires.</i> . .	111
SECTION II. — <i>Le mouvement des salaires dans la seconde moitié du XIX^e siècle</i>	115
§ 1. — Les théories.	115
§ 2. — Les faits.	116
a) Hausse du salaire nominal.	116
b) Hausse du salaire réel	122
SECTION III. — <i>Influence de la baisse de l'intérêt sur les sa- laires.</i>	126
§ 1. — Il a pu exister simultanément des hausses ou des baisses du taux de l'intérêt et de celui des salaires	126
§ 2. — Est-il théoriquement possible que la baisse de l'intérêt agisse sur les salaires ?	128
§ 3. — La part du capital a-t-elle diminué ?	129
§ 4. — L'accroissement de la rémunération du capital a-t-il été supérieur à celui de la rétribution du travail ?	131
§ 5. — Conclusion	135
CHAPITRE III. — Les capitalistes	137
CHAPITRE IV. — Les sociétés d'assurances et de secours mutuels. — Les caisses de retraites.	143
I. — <i>Sociétés d'assurances</i>	143
II. — <i>Sociétés de secours mutuels.</i>	150
III. — <i>Caisses de retraites</i>	153
CONCLUSION	159
BIBLIOGRAPHIE.	165

COURS MOYENS MENSUELS DE LA RENTE FRANÇAISE 3% DE 1869 A 1908.



Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne).
